

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

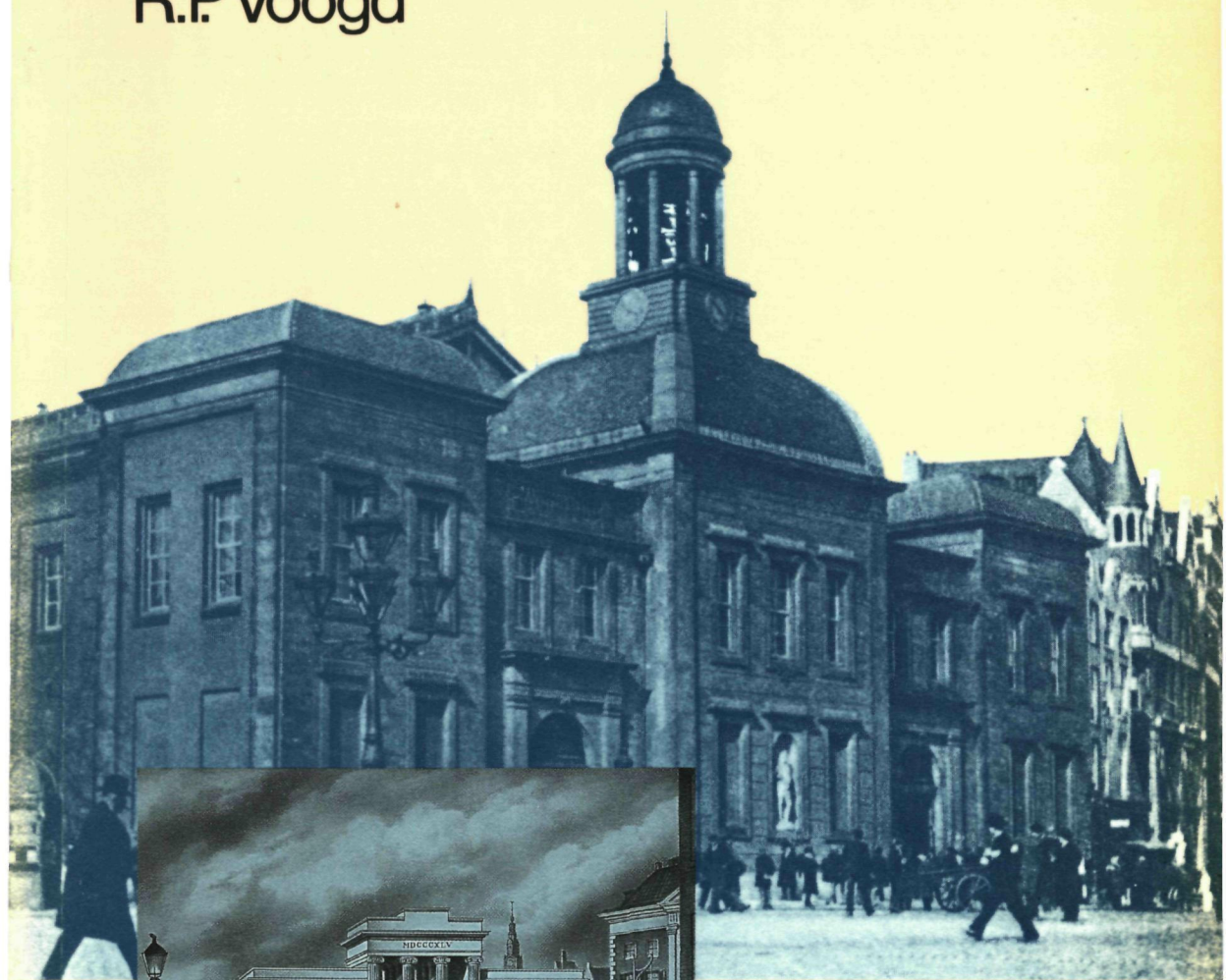
<http://hdl.handle.net/2066/113623>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

5781

Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen

R.P. Voogd



1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

31

32

33

34

35

36

37

38

39

40

41

42

43

44

45

46

47

48

49

50

51

52

53

54

55

56

57

58

59

60

61

62

63

64

65

66

67

68

69

70

71

72

73

74

75

76

77

78

79

80

81

82

83

84

85

86

87

88

89

90

91

92

93

94

95

STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN BIJ BEURSVENNOOTSCHAPPEN

een wetenschappelijke proeve op het gebied van de
rechtsgeleerdheid

proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan
de Katholieke Universiteit te Nijmegen,
volgens besluit van het college van decanen in het
openbaar te verdedigen op
woensdag 5 april 1989
des namiddags te 3.30 uur

door

Rudolf Paul Voogd
geboren 7 juli 1941 te Delft

Promotor: Prof.Mr. J.M.M. Maeijer

Van dit proefschrift is tevens een handelseditie verschenen in de serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 32, ISBN 90-268-1906-4.

Inleiding en verantwoording	XV
I. De machtsstrijd in de naamloze vennootschap	1
1. Aandelen 'kapitaalfunctie - zeggenschapsfunctie'	1
2. Autocratische structuur	1
3. Democratische structuur	2
4. Ontstaan van de machtsstrijd	2
5. Invoering oligarchische regelingen	3
6. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	4
II. Bescherming in het algemeen	7
1. Inleiding	7
2. Bescherming, waarom	7
3. Bescherming, waartegen	13
III. Kort overzicht van de in de vennootschapspraktijk gebruikte beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	17
1. Inleiding	17
2. Statutaire beschermingsmiddelen	20
3. Buiten-statutaire beschermingsconstructies	20
3.1. Certificering	21
3.2. Nationaal of gemeenschappelijk bezit	28
3.3. Koornschoof	31
3.4. Volmachten	32
3.5. Stemovereenkomst	35
4. 'Wettelijke' maatregelen	35
5. Overige maatregelen	36
IV. Statutaire beschermingsmiddelen	41
1. Beperking bevoegdheden algemene vergadering van aandeelhouders	41
1.1. Prioriteitsaandelen	41
1.1.1. Wettelijke bepalingen en richtlijnen	41
1.1.2. Belangrijkste prioriteitsrechten	42
1.1.3. Prioriteitsaandelen en structuurvennootschappen	43
1.1.4. Houders van prioriteitsaandelen	44
1.1.5. Statutenonderzoek.	45
1.2. Rechtshandelingen van art. 94	47
1.2.1. Wettelijke bepalingen	47
1.2.2. Statutenonderzoek	50
1.3. Bindende voordracht voor benoeming bestuurders en/of commissarissen	53

1.3.1.	Wettelijke bepalingen en richtlijnen	53
1.3.2.	Eerste gebruik van de bindende voordracht	56
1.3.3.	Overgangsbepalingen	56
1.3.4.	Gerechtigden tot het doen van een bindende voordracht	57
1.3.5.	Statutenonderzoek	58
1.3.5.a.	Bindende voordracht voor benoeming van bestuurders	58
1.3.5.b.	Bindende voordracht voor benoeming van commissarissen	60
1.3.5.c.	Bindende voordracht voor benoeming van anderen dan bestuurders en commissarissen	63
1.3.6.	Schorsing en ontslag	63
1.3.7.	Statutenonderzoek	64
1.4.	Vaststelling aantal bestuurders en commissarissen	66
1.4.1.	Vaststelling aantal bestuurders	66
1.4.2.	Statutenonderzoek	67
1.4.3.	Vaststelling aantal commissarissen	69
1.4.4.	Statutenonderzoek	69
1.5.	Vaststelling bezoldiging bestuurders en commissarissen	71
1.5.1.	Vaststelling bezoldiging bestuurders	71
1.5.2.	Statutenonderzoek	72
1.5.3.	Vaststelling bezoldiging commissarissen	75
1.5.4.	Statutenonderzoek	77
1.6.	Ontstentenis of belet van bestuurders	80
1.6.1.	Inleiding	80
1.6.2.	Wettelijke bepalingen en richtlijnen	81
1.6.3.	Statutenonderzoek	82
1.6.3.a.	Vennootschappen met een commissariaat	82
1.6.3.b.	Vennootschappen zonder een commissariaat	83
1.7.	Benoeming van commissarissen	85
1.7.1.	Inleiding	85
1.7.2.	Vrije commissarissen	85
1.7.3.	Statutenonderzoek	86
1.7.4.	Overheidscommissarissen	87
1.7.5.	Statutenonderzoek	88
1.8.	Stemrecht	89
1.8.1.	Inleiding	89
1.8.2.	Wettelijke bepalingen en richtlijnen	89
1.8.3.	Voorstellen om de stemrechtbeperking op een andere wijze te gebruiken als beschermingsmiddel	94
1.8.4.	Statutenonderzoek	97
1.8.4.1.	Aantallen stemrechtbeperkingen	97
1.8.4.2.	Soorten stemrechtbeperkingen	98
1.8.4.3.	Beperking van het door gemachtigden uit te brengen aantal stemmen	99
1.8.4.4.	Groepsmaatschappijen en dochtermaatschappijen	100
1.8.4.5.	Kredietinstellingen	102
1.9.	Versterkte meerderheid en quorum	104
1.9.1.	Wettelijke bepalingen en richtlijnen	104

1.9.1.a.	Versterkte meerderheid	104
1.9.1.b.	Quorum	105
1.9.2.	Combinatie van een versterkte meerderheid en een quorum	107
1.9.3.	Voorstellen om de versterkte meerderheids-eis op een andere wijze te gebruiken als beschermingsmiddel	108
1.9.4.	Statutenonderzoek	109
1.10.	Winst en reserves	114
1.10.1.	Inleiding	114
1.10.2.	Winstvaststelling	114
1.10.3.	Winstbestemming	115
1.10.4.	Vormen van reserves en beperken van uitkering daarvan	116
1.10.5.	Opheffen en uitkeren van reserves	117
1.10.6.	Statutenonderzoek	117
1.11.	Statutenwijziging	122
1.11.1.	Wettelijke bepalingen	123
1.11.2.	Statutenonderzoek	125
1.12.	Ontbinding	129
1.12.1.	Wettelijke bepalingen	129
1.12.2.	Statutenonderzoek	129
2.	Beïnvloeding samenstelling algemene vergadering van aandeelhouders	132
2.1.	Uitgifte van aandelen	132
2.2.	Aandelen op naam	132
2.3.	Blokkeringsregelingen	133
2.3.1.	Beperking van de aandeelhouderskring	133
2.3.2.	Beperking van het aandelenbezit	136
2.4.	X%-regeling	138
2.4.1.	Inleiding	138
2.4.2.	X%-regeling en haar verschijningsvormen in statuten	139
2.4.2.1.	Verschijningsvormen	139
2.4.2.2.	Statutenonderzoek	142
2.4.3.	Gevolgen van de overschrijding van de X%-grens	145
2.4.4.	Geplaatst kapitaal	152
2.4.5.	Ontheffingen	153
2.4.6.	Uitgifte en voorkeursrecht	156
2.4.7.	Vruchtgebruik en pandrecht	157
2.4.7.a.	Vruchtgebruik	157
2.4.7.b.	Pandrecht	159
2.4.8.	Middellijke verkrijging, middellijk bezit en onderlinge regeling tot samenwerking	160
2.4.8.a.	Middellijke verkrijging en middellijk bezit	160
2.4.8.b.	Onderlinge regeling tot samenwerking	163
2.4.9.	Verkrijging onder algemene titel en vervreemdingsplicht	164
2.4.10.	Volmacht	165
2.4.11.	Invoering X%-regeling en overgangsbepalingen	166
2.4.12.	Met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen	170

3. Andere bepalingen en maatregelen	171
3.1. Doel en belang van de vennootschap	171
3.1.1. Inleiding	171
3.1.2. Statutenonderzoek	175
3.2. Bescherming sub-holding/belangrijkste dochtermaatschappij(en)	175
3.2.1. Inleiding	175
3.2.2. Motieven voor toepassing van 'crown jewels'	177
3.2.3. Argumenten pro en contra 'crown jewels'	178
3.2.4. Toepassing in de praktijk van 'crown jewels'	179
3.2.4.1. Bekende 'crown jewels'	179
3.2.4.2. Onbekende 'crown jewels'	182
V. Uitgifte van aandelen	183
1. Inleiding	183
2. Motieven voor 'oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid	183
3. Gewone aandelen	184
3.1. Ontwikkeling	184
3.2. Toepassing in de praktijk	184
3.2.1. Beïnvloeding bestaande machtsverhoudingen	185
3.2.2. Afwering van een overval of een onvriendelijke overname (defensief gebruik)	187
3.2.3. Opheffen onafhankelijkheid door het forceren van een overname door of een fusie met een of meer andere vennootschappen (agressief gebruik)	189
3.3. Literatuur en rechtspraak	191
3.4. Invloed Tweede EEG-Richtlijn	192
3.4.1. Stortingsplicht	193
3.4.2. Gelijkheid van aandeelhouders	193
3.4.3. Uitgiftebevoegdheid	194
3.4.3.1. Statutenonderzoek	198
3.4.3.2. Optie	200
3.4.3.3. Converteerbare obligatielening	203
3.4.4. Voorkeursrecht	203
3.4.4.1. Statutenonderzoek	204
3.4.5. Groepsvergaderingen	205
3.4.6. Verrijking en vervreemding van eigen aandelen	208
3.4.6.a. Verrijking van eigen aandelen	208
3.4.6.b. Statutenonderzoek	209
3.4.6.c. Vervreemding van eigen aandelen	210
3.4.6.d. Statutenonderzoek	210
3.4.7. Verboden handelingen van de n.v. bij verkrijgen aandelen door anderen	213
3.4.8. Verrijken en houden van aandelen in de moedermaatschappij en stemrecht op aandelen gehouden door een dochtermaatschappij	214
3.4.9. Kapitaalvermindering	215
3.4.10. Invloed op de praktijk - statutenonderzoek	216
4. Preferente aandelen	219
4.1. Ontwikkeling	219
4.2. Toepassing in de praktijk	221
4.2.1. Beïnvloeding bestaande machtsverhoudingen	222

4.2.2.	Afwerking van een overval of een onvriendelijke overname (defensief gebruik)	223
4.3.	Literatuur en rechtspraak	227
4.4.	Invloed Tweede EEG-Richtlijn	230
4.4.1.	Stortingsplicht	230
4.4.2.	Gelijkheid van aandeelhouders	231
4.4.3.	Uitgiftebevoegdheid	232
4.4.3.1.	Optie	235
4.4.4.	Voorkeursrecht	236
4.4.5.	Groepsvergaderingen	237
4.4.6.	Verkrijging van eigen aandelen	238
4.4.7.	Verboden handelingen van de n.v. bij verkrijgen aandelen door anderen	238
4.4.8.	Verkrijgen en houden van aandelen in de moedermaatschappij en stemrecht op aandelen gehouden door een dochtermaatschappij	238
4.4.9.	Kapitaalvermindering	239
4.5.	Statutenonderzoek	240
VI.	Structuurregeling	245
1.	Inleiding - plaats in de wet en de statuten	245
2.	Statutenonderzoek	248
3.	Het volledige structuurregime als beschermingsmiddel	249
4.	Inbreuk op de structuurregeling en/of de positie van de zittende commissarissen	250
4.1.	Buiten werking stellen van de structuurregeling	250
4.2.	Uitoefening door de algemene vergadering van aan- deelhouders van de bevoegdheden welke ingevolge de bepalingen van de structuurregeling aan haar toekomen	254
4.2.1.	Recht van aanbeveling en bezwaar bij be- noeming van commissarissen	254
4.2.2.	Benoeming van commissarissen indien alle com- missarissen ontbreken	259
4.2.3.	Aanwijzing van een vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders om een verzoek tot ontslag van een commissaris in te dienen	260
4.2.4.	Goedkeuring van de jaarrekening	261
4.2.5.	Instelling van een commissie van aandeelhouders	265
4.2.6.	Conclusie met betrekking tot de voorgaande vijf sub-paragrafen	268
5.	Aanvullende statutaire beschermingsmiddelen	269
VII.	Cumulatie van beschermingsmiddelen in statuten van beurs- vennootschappen	273
1.	Inleiding	273
2.	Cumulatie bij alle vennootschappen (structuurvennootschappen en vennootschappen van het gewone model)	274
2.1.	Officiële markt	275
2.2.	Parallelmarkt	277
3.	Cumulatie bij vennootschappen van het gewone model	278
3.1.	Officiële markt	279
3.2.	Parallelmarkt	281

4. Cumulatie bij vennootschappen met een stemrechtbeperking	282
5. Cumulatie bij vennootschappen met niet-royeerbare certificaten	283
6. Cumulatie bij beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal	285
7. Cumulatie uitgedrukt in percentages van het totaal aantal beursvennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht	287
 VIII. Buitenlandse rechtstelsels en ontwikkelingen in EG-verband	291
1. Inleiding	291
2. Verenigde Staten van Amerika	293
2.1. Inleiding	293
2.2. (Beurs)Overval - Openbaar bod	294
2.3. Wetgeving en andere regelgeving	297
2.4. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	300
2.4.1. Statutaire beschermingsmiddelen	300
2.4.1.1. Beperking bevoegdheden 'stockholders meeting'	301
(a) classified or staggered board	301
(b) cumulative voting	301
(c) removal of directors	302
(d) restrictions on voting	302
(e) special meetings	304
(f) written consent	304
(g) supermajority requirements	304
(h) lock-in provisions	305
2.4.1.2. Beïnvloeding samenstelling 'stockholders meeting'	305
(a) restrictions on ownership and transfer of shares	305
(b) antigreenmail requirements	305
(c) placing shares in friendly hands	306
(d) blank check preferred stock	306
(e) poison pills	307
2.4.1.3. Andere bepalingen	308
(a) social responsibility	308
(b) fair price provisions/mandatory redemption provisions	308
2.4.2. Buiten-statutaire beschermingsconstructies	309
(a) reincorporation	309
(b) crown jewel	309
2.4.3. Wettelijke maatregelen	309
(a) antitrust	309
(b) SEC-regulations	310
2.4.4. Overige maatregelen	310
(a) commercial strategies	310
(b) stock watches	311
(c) making the company too big for a take-over	311
(d) white knight	311
(e) 'pac-man' strategy	312
(f) control clauses in loan agreements and contracts	312

(g)	business or licence that requires approval for a change in control	312
(h)	leveraged buy-outs	313
(i)	employee stock ownership programmes	313
(j)	golden parachutes	313
(k)	scorched earth	314
(l)	standstill agreement	315
(m)	overige acties	315
3.	Engeland	316
3.1.	Inleiding	316
3.2.	Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	319
3.3.	City Code on Take-overs and Mergers	321
4.	Frankrijk	329
4.1.	Inleiding	329
4.2.	Wetgeving en andere regelgeving	329
4.3.	Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	331
4.3.1.	Statutaire beschermingsmiddelen	331
(a)	noyaux durs/groupes d'actionnaires stables	331
(b)	verkrijging van eigen aandelen	333
(c)	stemrecht	333
4.3.2.	Buiten-statutaire beschermingsconstructies	335
(a)	anti-overname fondsen	335
(b)	tripartite holding	335
(c)	auto-contrôle	336
(d)	société en commandite par actions	336
5.	België	338
5.1.	Inleiding	338
5.2.	Wetgeving en andere regelgeving	338
5.3.	Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	341
5.3.1.	Statutaire beschermingsmiddelen	341
(a)	uitgifte van aandelen	341
(b)	blokkeringsregelingen	343
(c)	stemrecht	343
6.	West-Duitsland	345
6.1.	Inleiding	345
6.2.	Wetgeving en andere regelgeving	346
6.3.	Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	347
6.3.1.	statutaire beschermingsmiddelen	347
(a)	uitgifte van aandelen met uitsluiting van het voorkeursrecht	348
(b)	Vinkulierung	348
(c)	verkrijging van eigen aandelen	349
(d)	stemrecht	349
6.3.2.	Buiten-statutaire beschermingsconstructies wederzijdse deelnemingen	350
7.	Zwitserland	352
7.1.	Inleiding	352
7.2.	Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	352
7.2.1.	statutaire beschermingsmiddelen	352
(a)	Vinkulierung	352
(b)	stemrecht	353
(c)	Partizipationsscheine	353

7.2.2. buiten-statutaire beschermingsconstructies certificering	354
8. Conclusies en ontwikkelingen in EG-verband	355
IX. Reglementering van statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen	363
1. Inleiding	363
2. Wenselijkheid en aanvaardbaarheid van bescherming van vennootschappen	363
2.1. Onvriendelijke overnemingen	363
2.2. Bescherming van vennootschappen	369
2.3. Houdbaarheid van beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	377
3. De verschillende standpunten	380
3.1. Inleiding	380
3.2. Rapport van de Commissie Van der Grinten	381
3.2.1. Inleiding	381
3.2.2. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	382
3.3. Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies	384
3.3.1. Inleiding	384
3.3.2. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	386
3.3.3. Omvang van het gebruik en de toepassing van de aan te passen richtlijnen	387
3.4. Van verschillende zijden gedane voorstellen	388
3.5. Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen	391
4. Bijlage X bij het Fondsenreglement	392
4.1. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies	392
4.2. Invoeringsbepalingen	394
4.3. Beperkte geldigheidsduur	396
4.4. Enkele opmerkingen	396
5. Bevindingen op grond van het statutenonderzoek	399
5.1. Inleiding	399
5.2. Gemeenschappelijk bezit-constructie	400
5.3. Stemrechtbeperking	400
6. Denkbare ontwikkelingen in de komende jaren	401
Summary	407
Literatuur	415
Registers	431

Bijlagen:

1.	Namen van de naamloze vennootschappen, waarvan de statuten, zoals deze op 1 januari 1988 van kracht waren, op aanwezigheid van statutaire beschermingsmiddelen zijn onderzocht (alle naamloze vennootschappen (naar Nederlands recht) waarvan op 1 januari 1988 aandelen ter beurse te Amsterdam, zowel op de officiële markt als de officiële parallelmarkt, waren genoteerd en werden verhandeld), alsmede een overzicht van de belangrijkste in de statuten van deze vennootschappen opgenomen beschermingsmiddelen	449
2.	Overzicht van de beursvennootschappen, die in de periode 1945 tot 1 januari 1988 als beschermingsmiddel of als strijdmiddel o.a. gewone, dan wel preferente aandelen hebben uitgegeven	461
	Curriculum vitae	494

Handwritten text, possibly a date or reference number.

Handwritten text, possibly a name or title.

Handwritten text, possibly a date or reference number.

Handwritten text, possibly a name or title.

Handwritten text, possibly a date or reference number.

Handwritten text, possibly a name or title.

INLEIDING EN VERANTWOORDING

Het toepassen van beschermingsmaatregelen tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen door ter beurze te Amsterdam genoteerde vennootschappen is een actueel onderwerp.

Het startsein werd gelost door de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE). In het jaarverslag 1985 van de VvdE werd in een beschouwing, getiteld 'De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs', aandacht geschonken aan de positie van aandeelhouders in het licht van de door ter beurze genoteerde vennootschappen gehanteerde beschermingsconstructies. In deze beschouwing, waarin de VvdE zich onder meer afvroeg of de thans (1985) in Nederland geldende praktijk nog wel evenwichtig is, kondigde de VvdE aan dat zij voornemens was zich over het door haar te voeren beleid ten aanzien van de toepassing van beschermingsconstructies te laten adviseren door een commissie, waarna zij nader haar standpunt zou bepalen. De commissie, die onder leiding stond van Prof. Mr W.C.L. van der Grinten, beveelt in haar op 26 november 1987 uitgebrachte rapport aan de VvdE een terughoudend beleid aan ten aanzien van de in de huidige praktijk voorkomende beschermingsconstructies (Rapport van de Commissie Van der Grinten). Een minderheid van de Commissie Van der Grinten bepleit een beperking van de mogelijkheid tot toepassing van één van de beschermingsmiddelen. Op 4 maart 1988 heeft de VvdE in een rapport haar standpunt nader bepaald (Rapport van de VvdE inzake de toepassing van Beschermingsconstructies). De VvdE presenteerde daarbij een aantal maatregelen welke een verduidelijking en verscherping van het huidige beleid inhouden en op een aantal fundamentele onderdelen verder gaan dan de Commissie Van der Grinten in meerderheid heeft voorgesteld. Een twintigtal uitgevende ondernemingen, tezamen vertegenwoordigende meer dan drie/vierde van de ter beurze te Amsterdam genoteerde waarden, heeft op 2 mei 1988 een vereniging opgericht onder de naam Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO). Het streven van de VEUO is gericht op het goed functioneren van de kapitaalmarkt, maar ook op een regelgeving waarin met de belangen van de ondernemingen voldoende rekening wordt gehouden. Op 5 januari 1989 is tussen de VvdE en de VEUO overeenstemming bereikt over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsconstructies. De aanpassingen zijn vastgelegd in bijlage X van het Fondsenreglement.

Inmiddels was ook in de praktijk - de overnamestrijd rond Kluwer - het gebruik van beschermingsmiddelen en -constructies een bekend verschijnsel geworden.

Sedertdien wordt over bescherming van vennootschappen (de wenselijkheid

daarvan) en het gebruik van beschermingsmiddelen en -constructies (de aanvaardbaarheid daarvan, en zo ja, in welke combinaties) veel geschreven.

In de tot op heden verschenen publicaties worden doorgaans alleen de belangrijkste beschermingsmiddelen en -constructies genoemd. Een overzicht van alle tot dusver in de vennootschapspraktijk gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies ontbreekt, terwijl ook slechts in beperkte mate inzicht wordt gegeven in de omvang van de toepassing van beschermingsmiddelen in statuten van beursvennootschappen. Dit boek probeert in deze lacunes te voorzien. De opbouw is als volgt.

In hoofdstuk I wordt eerst in het kort een historische schets gegeven van de ontwikkeling van de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders in de naamloze vennootschap. Hierbij komen aan de orde de begrippen oligarchische regelingen, beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies.

In hoofdstuk II wordt ingegaan op de motieven welke aanleiding hebben gegeven tot het invoeren van beschermingsmiddelen en -constructies, alsmede de doeleinden waarop de bescherming gericht kan zijn.

In hoofdstuk III wordt een overzicht gegeven van de tot dusver in de vennootschapspraktijk gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies. Een onderscheid wordt gemaakt tussen statutaire beschermingsmiddelen en buiten-statutaire beschermingsconstructies. Daarnaast worden nog onderscheiden de 'wettelijke' maatregelen en de overige maatregelen. De statutaire beschermingsmiddelen worden verdeeld in middelen die op de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders gericht zijn en middelen die niet beogen de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders te beknotten, doch zich meer bewegen op het terrein van de samenstelling van die vergadering. Daarnaast komt nog een aantal andere bepalingen en maatregelen voor. Van de buiten-statutaire beschermingsconstructies wordt een korte beschrijving gegeven.

In hoofdstuk IV en de daarop volgende hoofdstukken V en VI, welke hoofdstukken de kern van dit boek vormen, komen de statutaire beschermingsmiddelen aan de orde, zowel de verschijningsvorm als de omvang van de toepassing in statuten van beursvennootschappen.

Teneinde een inzicht te verkrijgen in welke vorm en in welke aantallen en combinaties beschermingsmiddelen in statuten van beursvennootschappen worden toegepast, is hiernaar een onderzoek gedaan. Onderzocht zijn de op 1 januari 1988 van kracht zijnde statuten van alle Nederlandse naamloze vennootschappen waarvan aandelen of certificaten van aandelen ter beurze te Amsterdam, zowel op de officiële markt als op de officiële parallelmarkt, waren genoteerd en werden verhandeld. Op genoemd tijdstip waren dat er op de officiële markt 193 en op de officiële parallelmarkt 44. Om de kans op fouten bij het onderzoek zo veel mogelijk te elimineren, zijn alle statuten tweemaal - door verschillende leden van de sectie ondermingsrecht van het advocaten en notarissenkantoor Nauta Van Haersolte waarvan ik deel uitmaak - onderzocht aan de hand van een van te voren opgestelde vragenlijst met 47 hoofdvragen en ruim 300 sub-vragen. De antwoorden van beide onderzoeken zijn, na met elkaar vergeleken en waar no-

dig gecorrigeerd te zijn, met behulp van een data-base programma in de computer ingebracht. Ondanks de aandacht en zorgvuldigheid waarmee het statutenonderzoek is verricht, moet helaas, gelet op het aantal verrichte handelingen (traceren van de juiste statuten, de onderzoeken, het vergelijken en inbrengen van de antwoorden) toch rekening worden gehouden met mogelijke onjuistheden in het resultaat van het onderzoek. Deze mogelijke onjuistheden zijn echter naar mijn mening bepaald binnen aanvaardbare grenzen gebleven. De uit het statutenonderzoek verkregen resultaten worden bij de afzonderlijke beschermingsmiddelen vermeld, alsmede in het hoofdstuk handelende over cumulatie.

In hoofdstuk IV worden verschillende statutaire beschermingsmiddelen besproken, alsmede het resultaat van het statutenonderzoek met betrekking tot die middelen.

In hoofdstuk V komt de 'uitgifte van aandelen' als beschermingsmiddel aan de orde. Na eerst te zijn ingegaan op de motieven voor uitgifte van aandelen, worden daarna afzonderlijk behandeld de uitgifte van gewone aandelen en de uitgifte van preferente beschermingsaandelen. Van de toepassing van 'uitgifte van aandelen' in de praktijk worden overzichten gegeven. Voorts wordt aandacht besteed aan de invloed welke de aanpassing van onze vennootschapswetgeving aan de Tweede EEG-Richtlijn heeft gehad op het gebruik van 'uitgifte van aandelen' als beschermingsmiddel. Het statutenonderzoek heeft betrekking op de bevoegdheid tot uitgifte, vervreemding en de beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht van gewone aandelen en de aantallen vennootschappen met preferente beschermingsaandelen.

In hoofdstuk VI wordt de structuurregeling behandeld. Ook hier worden de resultaten van het statutenonderzoek vermeld. Naast de bescherming die van de structuurregeling kan uitgaan, wordt nader ingegaan op de inbreuk die op de bescherming van de structuurregeling en/of de positie van de zittende commissarissen door een overvaller of onvriendelijke overnemer gemaakt kan worden en welke aanvullende beschermingsmaatregelen getroffen kunnen worden om de inbreuk op de structuurregeling te voorkomen.

In hoofdstuk VII worden overzichten gegeven van de cumulatie van beschermingsmiddelen in statuten van beursvennootschappen.

In hoofdstuk VIII wordt ingegaan op de situatie in de Verenigde Staten, Engeland, Frankrijk, België, West-Duitsland en Zwitserland. Nagegaan wordt in hoeverre in deze landen onvriendelijke overnemingen voorkomen. Vervolgens wordt een inventarisatie gemaakt enerzijds van eventuele wetgeving en andere regelgeving in genoemde landen op het gebied van overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies, anderzijds welke beschermingsmiddelen en -constructies in genoemde landen worden gebruikt om onvriendelijke overnemingen af te weren. Ook wordt aandacht besteed aan ontwikkelingen op dit gebied in EG-verband.

In hoofdstuk IX wordt tot slot de reglementering van statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen besproken. Ingegaan wordt op de wenselijkheid en aanvaardbaarheid van onvriendelijke overnemingen en bescherming van vennootschappen. Vervolgens komen aan de orde de rapporten van de Commissie Van der Grinten en van de VvdE, de van verschillende

zijden gedane voorstellen, het standpunt van de VEÜO en de tussen de VvdE en de VEÜO bereikte overeenstemming over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement. Daarna wordt aandacht besteed aan de bevindingen in dit verband op grond van het statutenonderzoek. Tot slot worden enkele ideeën geformuleerd over denkbare ontwikkelingen in de komende jaren.

Zonder de positieve medewerking van mijn kantoorgenoten, het Ministerie van Justitie, de Kamers van Koophandel en Fabrieken, de Universiteitsbibliotheek van de Erasmus Universiteit Rotterdam en enkele bevriende (bedrijfs)juristen en relaties zou dit proefschrift niet tot stand zijn gekomen.

De peildatum van het statutenonderzoek is 1 januari 1988. Literatuur en jurisprudentie - uitzonderingen daargelaten - zijn tot 1 februari 1989 verwerkt.

I. DE MACHTSSTRIJD IN DE NAAMLOZE VENNOOTSCHAP

I.1. Aandelen 'kapitaalfunctie en zeggenschapsfunctie'

Het - maatschappelijk - kapitaal van een naamloze vennootschap is in aandelen verdeeld (art. 64 en 79)*¹. Het aandeel vervult voor de naamloze vennootschap en de aandeelhouder een aantal functies en geeft de aandeelhouder een aantal bevoegdheden. Voor de naamloze vennootschap is het o.a. een middel om vermogen bijeen te brengen teneinde haar doelstelling te kunnen verwezenlijken. Voor de aandeelhouder zijn aan het aandeel financiële rechten - dividend en liquidatie-aanspraken - verbonden. Deze beide voor de naamloze vennootschap en de aandeelhouders aan het aandeel verbonden rechten worden ook wel aangeduid als de 'kapitaalfunctie' van het aandeel. Voor de aandeelhouder zijn naast de financiële rechten aan het aandeel ook zeggenschapsrechten verbonden. Met het aandeel kan stemrecht worden uitgeoefend in de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze functie wordt ook wel aangeduid als de 'zeggenschapsfunctie'*².

I.2. Autocratische structuur

Bij de eerste voorlopers van onze naamloze vennootschap - waaronder de Compagnie van Verre en de Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) - speelde aanvankelijk alleen de eerstgenoemde functie - de kapitaalfunctie - een rol*³. De zeggenschapsfunctie was van ondergeschikte betekenis. Eerst na herhaalde aandrang van de zijde van participanten werd enige zeggenschap verkregen*⁴. De compagnieën hadden een autocratisch karakter. De bewindvoerders (bestuurders) werden voor het leven door de Regering benoemd, zonder dat de participanten (aandeelhouders) hierop

1) Hier en in het vervolg van dit boek wordt bij vermelding van artikelen zonder nadere aanduiding bedoeld op artikelen van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Aangezien in dit boek nagenoeg uitsluitend over naamloze vennootschappen wordt gesproken, wordt alleen verwezen naar de bepalingen in de wet welke betrekking hebben op de naamloze vennootschap.

2) Slagter, blz 183, Van den Hoek, P C, Oneigenlijk gebruik van de emissiebevoegdheid door besturen van naamloze vennootschappen, blz 7

3) Van Brakel, S, De Hollandsche Handelcompagnieën der zeventiende eeuw, hun ontstaan - hunne inrichting, 1908, blz 150

4) Van der Heijden, E J J, De ontwikkeling der Naamloze Vennootschap in Nederland voor de codificatie, prft Utrecht, 1908, blz 164

enige invloed konden uitoefenen; de bewindvoerders waren niet aan de besluiten van participanten gebonden, en de invloed welke voor de participanten nog overbleef werd in hoofdzaak slechts door de hoofdparticipanten (de groot-aandeelhouders) uitgeoefend*⁵.

I.3. Democratische structuur

De Franse revolutie heeft met haar idealen van vrijheid, gelijkheid en broederschap aan deze oligarchie en bevoorrechtiging van de groot-aandeelhouders een einde gemaakt. Onder invloed van de toenmalige politieke (liberaal-democratische) stromingen kwam de Franse Code de Commerce tot stand met als hoofdbeginselen: gelijkgerechtigdheid van alle aandeelhouders, souvereiniteit der algemene vergadering van aandeelhouders en vrije keuze van de bestuurders uit de aandeelhouders. Onze wetgever van 1838 heeft deze hoofdbeginselen vrijwel geheel gevolgd*⁶. De algemene vergadering van aandeelhouders werd beschouwd als de hoogste macht in de naamloze vennootschap. Deze opvatting hing samen met de - thans nagenoeg geheel verlaten - zienswijze dat de grondslag van de naamloze vennootschap gelegen was in een contractuele band tussen de aandeelhouders*⁷.

I.4. Ontstaan van de machtsstrijd

De hiervoor genoemde hoofdbeginselen behoeften niet direct tot problemen aanleiding te geven zolang aandeelhouders en bestuurders dezelfde personen waren. Dit was doorgaans het geval bij de 19e eeuwse vennootschappen, die veelal de trekken van een familiebedrijf vertoonden. Anders werd dit in het begin van de 20e eeuw met de opkomst van de industrie en handelsondernemingen die grote kapitaalinvesteringen noodzakelijk maakten, welke niet gefourneerd konden worden uit het familiekapitaal. Een overgang ont-

5) Van der Heijden, t.a.p., blz. 64; Sannes, D.J., De wet op de naamloze vennootschappen, zoals die op 19 juni 1928 door de Eerste Kamer der Staten-Generaal is aangenomen, blz. 2; Tekenbroek, E., De verhouding tusschen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke naamloze vennootschap in Nederland, prft Rotterdam, 1923, blz. 7; De Jong, H.W., Fusies/overnames en beschermingsconstructies, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 842 e.v.

6) Sannes, t.a.p., blz. 2.

7) Zgn. 'contractuele standpunt' of de 'overeenkomst-theorie'. Zie hierover het Handboek 6e en 7e druk, No. 42 en de aldaar aangehaalde literatuur; zie ook Maeijer, J.M.M., Het belangenconflict in de naamloze vennootschap, inaugurele rede Nijmegen, 1964, blz. 3/5; Noldus, hoofdstuk I par. 1, met de aldaar aangehaalde literatuur en rechtspraak; Buijn, F.K., hoofdstuk I, met de aldaar aangehaalde recente literatuur; Raaijmakers, M.J.G.C., Nederlandse wetgeving inzake concernverhoudingen, TVVS 1983, blz. 152 en 153, ook gepubliceerd in concernverhoudingen, concernfinanciering, mededingingsrecht, Verslag van de voordrachten gehouden op het Eerste Nederlandse congres voor Bedrijfsjuristen en Directiesecretarissen, Kluwer 1984, blz. 7 e.v.; Bartman, S.K. en Dorresteyn, A.F.M., Marginale toetsing en de vrijheid van de ondernemer, NJB 25 mei 1985, afl. 21, blz. 672, rechterkolom; Moerland, P.W., De overnamemarkt in theorie en praktijk, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 849.

stond van familiebedrijf naar open vennootschap*⁸. Het aandelenbezit werd gespreid, met als gevolg dat de stemmenmacht van het bestuur afnam. Bij de vennootschap met ter beurze genoteerde aandelen ontstond een zeker absentisme van aandeelhouders op de algemene vergadering van aandeelhouders. De bestuurders van de grotere vennootschappen wilden niet afhankelijk zijn van een (toevallige) meerderheid van een kleine minderheid van aandeelhouders die aanwezig was op een algemene vergadering van aandeelhouders; zij hadden behoefte zich te beveiligen tegen mogelijke beslissingen van de algemene vergadering van aandeelhouders, waardoor, hetzij hun eigen positie, hetzij de positie van de onderneming, waarmee hun belangen verbonden waren, in gevaar werd gebracht. Er ontstond een tegenstelling tussen de naamloze vennootschap naar de regels van het toenmalige positieve recht en de naamloze vennootschap waaraan in de praktijk behoefte bestond*⁹.

I.5. Invoering oligarchische regelingen

Mede als reactie op deze tegenstelling ontwikkelde de vennootschapspraktijk*¹⁰ een groot aantal middelen welke de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders beperkte*¹¹ - de zgn oligarchische regelingen*¹². Boelens*¹³ omschrijft een oligarchische clause als 'een bepaling in de statuten van een naamloze vennootschap, welke de strekking heeft, de heerschappij in de N.V. geheel of gedeeltelijk toe te kennen aan anderen dan aan de ter algemene vergadering van aandeelhouders de kapitaalmeerderheid vertegenwoordigende aandeelhouders als zodanig'.

8) De Jongh, B H , Beschouwingen over eenige effecten en credietvormen, blz 96, Renooij, D.C., De Nederlandse Emissiemarkt van 1904 tot 1939, prft VU Amsterdam, 1951, blz 49

9) Zeylemaker, Jzn., Jb , Verleden, heden en toekomst van de naamloze vennootschap, RM Themis 1945/46, blz 603, ook afzonderlijk uitgegeven

10) Daarnaast speelde de in de wet opgenomen verplichte stemrechtbeperking, welke gegolden heeft tot de wet van 1928, een belangrijke rol, zie hierover paragraaf IV.1 8.2.

11) Deze ontwikkeling, die geleidelijk heeft plaatsgevonden, is vele malen uitvoerig beschreven, onder meer door Cobbenhagen, N J H , De verantwoordelijkheid in de onderneming, Zeylemaker, Jzn , Jb , t.a.p blz. 581 e.v en Van der Grinten daarover in NV 25, blz. 97; Mey, J.L , Autocratie en democratie in het beheer der naamloze vennootschap, NV 13, blz 235 e.v en 270 e.v , Boelens, blz. 88 e.v en Coebergh, H P J M en Offerhaus, J. daarover respectievelijk in NV 24, blz 41 e.v en RM Themis 1947, blz. 255 e.v , Sanders, P., Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap, in Bundel Cleveringa, blz 329 e.v., De hervorming van de onderneming, blz. 7, De Jong, H.W., Fusies/overnames en beschermingsconstructies, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz 842 e.v , zie ook de literatuur vermeld in de voetnoten van par. II.2

12) In de literatuur ook wel genoemd oligarchische clauses

13) Boelens, blz 9

Deze door Boelens gegeven definitie komt mij juist voor*¹⁴. De beperkingen werkten, zoals wij zullen zien, doorgaans ten gunste van het bestuur*¹⁵. Toepassing van, en in voorkomende gevallen sanctionering door de rechtspraak van nagenoeg alle middelen*¹⁶ heeft er mede toe geleid dat de algemene vergadering van aandeelhouders niet langer beschouwd kan worden als de hoogste macht in de naamloze vennootschap. Deze opvatting past in het thans algemeen geldende 'institutionele standpunt', dat ervan uitgaat dat de naamloze vennootschap in de eerste plaats een rechtspersoon is, waarbinnen betrekkingen bestaan van eigen, niet-contractuele aard*¹⁷.

I.6. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

Het eerste gebruik van de hiervoor bedoelde middelen dateert reeds van het eind van de vorige eeuw*¹⁸. Sedertdien zijn er vele bijgekomen. Een aantal van deze middelen heeft het gezamenlijke kenmerk, dat zij een grondslag vinden in statutaire bepalingen. Deze bepalingen kunnen daarbij beogen hetzij de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken - de zgn. oligarchische regelingen - hetzij de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders te beïnvloeden*¹⁹. Genoem-

14) Zie ook Cremers, blz. 3; Anders: Slagter, blz. 168 en 234, die een ruimer begrip oligarchische regelingen voorstaat, en wel 'allerlei constructies waardoor aan de feitelijke kapitaalverschaffers diverse bevoegdheden kunnen worden onttrokken'. De hierboven aangeduide oligarchische regelingen noemt Slagter 'oligarchische clauses in engere zin'; SMO-publicaties 1971, blz. 12, geeft voor oligarchische regelingen ook een ruimere omschrijving, en wel: 'beperkingen van een aantal belangrijke bevoegdheden die in de wet in eerste instantie zijn toegekend aan de aandeelhouders in hun hoedanigheid van risicodragende kapitaalverschaffers'. Hierbij worden de oligarchische regelingen uitgebreid tot die met betrekking tot de kapitaalverschaffers. Deze uitbreiding van het begrip komt mij - ook historisch gezien - minder juist voor en kan m.i. verwarring in de hand werken.

15) Zeylemaker, Jzn., Jb., RM Themis 1945/46, blz. 616, constateert dat met het gebruik van de door hem vermelde middelen 'de maatschappelijke opvatting van de aandelenmaatschappij en haar juridische structuur elkaar weer genaderd zijn'.

16) Ook in de literatuur hebben nagenoeg alle middelen instemming gevonden. Een uitzondering dient gemaakt te worden voor de zgn. Koornschoof constructie; zie paragraaf III.3.3.

17) Aldus Maeijer, J.M.M., Het belangenconflict in de naamloze vennootschap, inaugurele rede Nijmegen, 1964, blz. 3; zie ook Noldus, hoofdstuk I par. 1; Raaijmakers, M.J.G.C., Nederlandse wetgeving inzake concernverhoudingen, TVVS 1983, blz. 153; Buijn, hoofdstuk I.

18) Aandelen met extra zeggenschapsrechten (toentertijd preferente aandelen genoemd) zijn voor het eerst gecreëerd in 1898 bij de statutenwijziging van de Koninklijke Nederlandsche Maatschappij tot Exploitatie van Petroleumbronnen in Nederlandsch-Indië (thans N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij); zie Cremers, blz. 31; zie hierover ook paragraaf IV.1.1.2. en IV.1.3.2.

19) Zoals b.v. blokkeringsregelingen.

de bepalingen vormen tezamen de statutaire middelen*²⁰.

Naast de statutaire middelen zijn ook buiten de statuten constructies ontwikkeld welke beogen de zeggenschap binnen de naamloze vennootschap te beïnvloeden - de zgn. buiten-statutaire*²¹. Hierbij is echter geen sprake van een beperking van de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders als zodanig - zoals bij oligarchische regelingen het geval is - of van de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders door een statutaire bepaling, doch van het toekennen van zeggenschap in de algemene vergadering van aandeelhouders aan bepaalde (rechts)personen - b.v. de zgn. bevriende relaties.

Naast de statutaire en buiten-statutaire kan ook bescherming worden gevonden in een aantal 'wettelijke maatregelen'*²² en een aantal overige maatregelen*²³.

De hiervoor genoemde middelen (statutaire, buiten-statutaire, 'wettelijke maatregelen' en overige maatregelen) worden in de vennootschapspraktijk*²⁴ tezamen ook wel aangeduid als beschermingsmiddelen of beschermingsconstructies. Deze begrippen worden in de literatuur door elkaar gebruikt. Teneinde verwarring te vermijden lijkt het mij zinvol het volgende onderscheid te maken. Het begrip beschermingsmiddelen omvat alle statutaire middelen, terwijl het begrip beschermingsconstructies betrekking heeft op de buiten-statutaire, de 'wettelijke' maatregelen en de overige maatregelen, al dan niet tezamen met een of meer statutaire middelen.

Voor het beoordelen van de toepasbaarheid van beschermingsmiddelen en -constructies is het nodig te weten wie, waarom en waartegen beschermd moet worden. Deze onderwerpen komen in het volgende hoofdstuk aan de orde.

20) Zie hierover paragraaf III.2.

21) Zie hierover paragraaf III.3.

22) Zie hierover paragraaf III.4.

23) Zie hierover paragraaf III.5.

24) Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 225; Van der Grinten, W.C.L., Overpeinzingen rondom fusie in Dorhout Mees bundel Verzekeringen van vriendschap, blz. 202.

II. BESCHERMING IN HET ALGEMEEN

II.1. Inleiding

Nagenoeg bij iedere naamloze vennootschap zijn een aantal uiteenlopende belangen betrokken. Bij de oprichting zijn in ieder geval in het geding de belangen van de oprichter(s)/toekomstige 'aandeelhouder(s)', en zodra de vennootschap is opgericht spelen uiteraard de 'vennootschap zelf' en het nieuw benoemde bestuur een rol*¹. Indien de vennootschap zich niet uitsluitend beperkt tot het fungeren als houdstermaatschappij, doch zelf activiteiten ontplooit, zullen weldra werknemers, leveranciers, afnemers en consumenten een belang bij de naamloze vennootschap krijgen. In de loop van het bestaan van de naamloze vennootschap zullen wellicht ook nog anderen in de naamloze vennootschap geïnteresseerd worden, waarbij met name gedacht kan worden aan mogelijke 'fusiepartners'*². Deze bij de naamloze vennootschap betrokken belangen willen beschermd worden. Dit bleek voor het merendeel van de genoemde belangen duidelijk uit de door de Stichting Maatschappij en Onderneming in 1970 gehouden enquête*³. De vraag rijst vervolgens: bescherming, waarom.

II.2. Bescherming, waarom

Over de motieven welke aanleiding hebben gegeven tot het invoeren van beschermingsmiddelen en -constructies is veel en uitvoerig geschreven*⁴.

1) Bestuur is hier bedoeld in ruime zin, dus met inbegrip van de commissarissen, indien benoemd

2) Voor een nadere uitwerking van de soort belangen van enkele van deze categorieën zie SER-advies 1969, hoofdstuk I, Schut, blz. 17

3) SMO-publicatie 1971, blz. 20, waar geconstateerd wordt dat 'bescherming belangenposities' als motief het meest genoemd werd voor het invoeren van oligarchische regelingen in de statuten

4) Polak, blz. 118 e.v., en Kirberger, G., daarover in RM Themis 1919, Tekenbroek, E., De verhouding tussen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke naamloze vennootschap in Nederland, prft Rotterdam, 1923, blz. 68 e.v., Van Ketel, A.B.A., Inwerking van de economische evolutie op wet en statuten der naamloze vennootschap, prft Gent, 1931, blz. 90 e.v., Dorhout Mees, Statuten, blz. 104, Schoepp, F., De naamloze vennootschap en haar aandeelhouders, 1939, blz. 245 e.v., Schadee, A., Bij het derde lustrum, NV 22, blz. (Vervolg voetnoot op volgende p.)

II. BESCHERMING IN HET ALGEMEEN

De studie van Polak, welke uit 1918 dateert, behandelt in hoofdzaak het vraagstuk van de buitenlandse invloed op het nationale handels- en bedrijfsleven. Het feit dat dit onderwerp indertijd veel belangstelling trok dient mede gezien te worden tegen de achtergrond van de op dat moment beëindigde eerste wereldoorlog (W.O. I). Polak maakt onderscheid tussen (A) afweermaatregelen door de betrokken ondernemingen zelf genomen, en (B) regeringspogingen tot wering van vreemde invloed^{*5}. Een aantal van de door Polak genoemde middelen zal hierna^{*6} nog nader aan de orde komen. Enkele van deze middelen hebben evenwel inmiddels hun actualiteit verloren, enerzijds door toeneming van het internationale handelsverkeer en anderzijds door specifieke verbodsbepalingen in EEG-verband, waarbij die maatregelen werden verboden^{*7}.

Boelens, die heeft geschreven over oligarchische clausules in statuten van naamloze vennootschappen, noemt als voornaamste gronden voor de invoering van deze clausules^{*8}:

a) Wering van Ueberfremdung

In navolging van Polak^{*9} verstaat Boelens^{*10} onder

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

26/27; Zeylemaker, RM Themis 1945/46, blz. 604 e.v.; Boelens, blz. 9 e.v.; Brezet, J.A., De positie van de aandeelhouder der N.V., NV 30, blz. 194; Kamphuisen, P.W., Het oligarchische karakter der naamloze vennootschap, NV 30, blz. 199; Rapport van de Commissie Hellema, 1955, en Treurniet daarover in NV 34, blz. 92; Van der Grinten, W.C.L., De regels van het spel, NV 38, blz. 173; Haardt, W.L., De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz. 85 e.v.; Beschermingsconstructies bij de open N.V., zonder vermelding van auteur, NV 40, blz. 75; Open ondernemerschap, blz. 235 e.v.; Onderzoek statuten II door het Financieel Dagblad, FD 24 okt. 1962; Van Campen, blz. 45 e.v.; Schut en Van der Grinten, W.C.L., daarover in NV 42, blz. 99; Ram, Th.M., Bescherming tegen overval, artikelen serie, FD 17-27 jan. 1968; Blom, F.W.C., Take over rules, NV 46, blz. 135 e.v.; SER-advies 1969, blz. 16; VU-rapport 1969, blz. 1; SMO-publicatie 1971, blz. 15; Cremers, hoofdstuk I; Frentrop, P., Beschermingsconstructies - een verhitte discussie, Economisch Statistische Berichten, nr. 3673, blz. 836 e.v.; Handboek, No. 164.2. en 197; Maeijer, blz. 119 e.v.; Slagter, blz. 924 e.v.

5) Polak, blz. 59 e.v. en 69 e.v.

6) Zie hoofdstuk III.

7) Zoals b.v. nationaliteitseisen t.a.v. aandeelhouders. Deze mogen geen verschil maken naar gelang van de nationaliteit van onderdanen van de Europese gemeenschappen buiten de gevallen waarin zulks Europeesrechtelijk geoorloofd is (Richtlijnen 1986, Paragraaf 34).

8) Boelens, blz. 9 e.v.. Achter elk van de gronden is in de toelichting een korte samenvatting opgenomen van de door Boelens gegeven uiteenzetting. Deze samenvattingen zijn gegeven terwille van de leesbaarheid en een beter begrip. In voorkomende gevallen raadplege men de oorspronkelijke tekst.

9) Polak, blz. 37 en 38.

10) Boelens, blz. 9.

Ueberfremdung het verwerven door buitenlanders van de meerderheid der aandelen met het doel zich een beslissend overwicht in de leiding te verzekeren. Zoals gezegd was dit onderwerp actueel geworden door de internationale politieke verwickelingen, eindigende in W.O. I. Boelens constateert 'dat het merkwaardige feit zich voordoet, dat toen de toestanden zich omstreeks 1928 gestabiliseerd hadden, en er over het algemeen niet veel gevaar meer voor buitenlandse indringing bestond, de oligarchische regelingen nog hand over hand toenamen. De statuten-ontwerpers werden hiertoe blijkbaar geïnspireerd door nieuwe gronden als het veranderde karakter van de doorsnee-aandeelhouder, de noodzakelijkheid van continuïteit en onafhankelijkheid der leiding in een onderneming en de overwegende betekenis van de leiding, welke alle door de ontdekking van de buitenlandse bedreiging als vanzelf naar voren waren gekomen of een scherper accent hadden gekregen'*11.

b) Het karakter van de moderne aandeelhouder in een publieke N.V. en vering van de daaruit voortvloeiende gevaren

Dit motief hangt samen met het in de inleiding (paragraaf I.4.) geconstateerde ontstaan van grote ondernemingen met grote kapitaalbehoeften, welke niet langer uit het familiekapitaal gefourneerd konden worden; de overgang van familiebedrijf naar open vennootschap; de spreiding van het aandelenbezit; het toonderaandeel dat gemakkelijk verhandelbaar was. De band van de aandeelhouder met de vennootschap werd losser met als gevolg een groter absentisme van de aandeelhouder op de algemene vergadering van aandeelhouders. Een en ander bracht het gevaar met zich dat de nieuwe aandeelhouder(s) de mogelijkheid had(den) ten detrimente van de afwezigen en de naamloze vennootschap gebruik te maken van zijn (hun) zeggenschap in de algemene vergadering van aandeelhouders. 'Hier kan naast buitenlandse indringing o.m. worden gedacht aan concurrenten, die zo kans zien een mededinger weg te werken of diens bedrijfsgeheimen te ontfutselen (de zgn. interne Ueberfremdung)'.

c) Het onschadelijk maken van speculatie-syndicaten

Deze syndicaten waren vooral in Frankrijk actief. Doel was een snelle en hoge koerswinst. Door middel van blokvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders werd door uitkering van reserves en steeds hogere dividenden een kunstmatig hoge koers gecreëerd, waarna op het juiste moment de aandelen met een zo groot mogelijke winst van de hand werden gedaan.

d) Eis van onafhankelijkheid van het bestuur

Zekere waarborgen dienen geschapen te worden dat het bestuur niet door een - toevallig - aanwezige meerderheid in de algemene vergadering van aandeelhouders ontslagen kan worden. 'Een onderneming, wier leiding zich bij haar beslissingen op straffe van ontslag

11) Zie de door Boelens, blz 10 e.v., vermelde literatuur, alsmede Drucker, W.H., Het herleefde ontwerp Nelissen, Economisch Statistische Berichten, 24 juni 1925, blz 536.

II. BESCHERMING IN HET ALGEMEEN

heeft te richten naar geheel buiten het belang van de onderneming gelegen oogmerken van speculanten, concurrenten e.d. is verloren'.

e) Eis van continuïteit van het bestuur

Alleen indien de leiding van de naamloze vennootschap niet elk ogenblik wisselt, doch voor langere tijd in vaste handen blijft, kan in de bedrijfsvoering de nodige stabiliteit optreden welke een eerste vereiste is voor een gezonde ontwikkeling.

f) Veranderde positie van het bestuur in de publieke N.V.

Dit motief houdt verband met het onder letter b genoemde. Door de heterogene samenstelling en ondeskundigheid van de algemene vergadering van aandeelhouders is de ondernemersfunctie in de publieke naamloze vennootschap nagenoeg uitsluitend bij het bestuur komen te berusten. De aandeelhouder is dikwijls geen ondernemer meer; zijn belang bij de onderneming is te partieel, te mobiel en dikwijls tegengesteld aan dat van de onderneming. Er is naar wegen gezocht 'het primaat van de tweede factor boven de eerste, tegen de wettelijke opvatting in, zoveel mogelijk te doen uitkomen'.

g) De intuitus personae in de N.V.

De vraag wie met de leiding van de naamloze vennootschap dient te worden belast is voor de vennootschap van levensbelang. Gelet op de onder letters b en f gemaakte opmerkingen is de algemene vergadering van aandeelhouders dikwijls niet de meest aangewezen instantie om geheel zelfstandig de juiste personen te benoemen. 'De insiders als hoedanig veelal slechts de commissarissen, de ondernemingsaandeelhouders en het bestuur zelf kunnen gelden, behoren hierin een beslissende stem te hebben'.

h) De aard van de groot-onderneming

Boelens constateert 'dat niet alleen de rechtsvorm van de moderne groot-onderneming - de publieke naamloze vennootschap - vraagt om een oligarchische regeling, waardoor aan het bestuur zoveel mogelijk macht wordt toegekend, maar het wezen van de groot-onderneming zelf'. De moderne groot-onderneming is een volkomen zelfstandige eenheid, waarin de drie factoren, kapitaal, leiding en arbeid geheel gescheiden zijn. Het aandelenbezit is gespreid. De ontplooiing en het op gang houden van een dergelijke onderneming is alleen bij aanwezigheid van een uiterst bekwame leiding mogelijk, die slechts in handen van weinigen kan liggen en een zeer grote mate van bewegingsvrijheid dient te bezitten. 'De moderne onderneming is naar haar wezen geen democratie maar een autocratie'.

i) Vergemakkelijking van concentratie en integratie

De ontwikkeling van de groot-onderneming deed - teneinde overproductie en onmatige concurrentie te voorkomen - de behoefte ontstaan aan concentratie en integratie. Dergelijke samenvoegingen tot zelfstandige nieuwe lichamen worden ten zeerste bevorderd, wanneer de mogelijkheid bestaat dat de daartoe in aanmerking komende ondernemingen, die de rechtsvorm van een naamloze vennootschap hebben, reeds kunnen worden beheerst zonder dat men over de

kapitaalmeerderheid in deze vennootschappen beschikt, wat immense kapitalen zou vereisen.

j) Bevordering van een eventuele sanering

Aanhoudende verliezen kunnen het noodzakelijk maken dat een kapitaalvermindering door middel van afstempeling, dan wel uitgifte van nieuwe aandelen of een combinatie van beide plaatsvindt. Hierbij kan het voorkomen, dat of de oude aandeelhouders dezelfde zeggenschap willen behouden als zij voorheen bezaten, of de nieuwe aandeelhouders juist overwegend invloed ten aanzien van de verdere gang van zaken willen kunnen uitoefenen. Om aan deze wens tegemoet te komen worden soms oligarchische middelen aangewend.

Tot zover Boelens. Het is verrassend ruim veertig jaar later te constateren dat vele van de door Boelens geschetste situaties zich - zoals wij voor een deel hierna nog zullen zien - ook daadwerkelijk in de praktijk hebben voorgedaan. De neiging moet onderdrukt worden in de voetnoten een aantal naar mijn mening toepasselijke praktijkgevallen te vermelden, zowel ten aanzien van het falen van het bestuur en toezicht en/of de organisatie, dan wel van het ontbreken van een adequate bescherming. Bij een combinatie van beide factoren zou gesproken kunnen worden van een 'geluk bij een ongeluk'. In een aantal gevallen moet en kan de bescherming doorbroken worden. Bescherming mag niet tot gevolg hebben dat een kennelijk incompetent bestuur zich zelf in het zadel houdt*12.

Nadien is nog in een tweetal publicaties*13 een uitgebreid overzicht gegeven van de motieven welke in de loop der tijd tot het invoeren van oligarchische regelingen, dan wel beschermingsmaatregelen hebben geleid.

De eerste publicatie, het SER-advies 1969, noemt*14:

- A. Stabiliteit van de besluitvorming;
- B. Consolidering van bestaande belangenposities;
- C. Behoud van kwaliteit van bestuur en toezicht;
- D. Behoud van het nationale karakter;

12) In gelijke zin Open ondernemerschap, blz 258, VU-rapport 1969, blz 16, zie ook Ram, Th M., in FD 17 jan 1968, waarin hij een aantal voorbeelden aanhaalt van naamloze vennootschappen, die na de nodige verwikkelingen een (succesvolle?) nieuwe leiding hebben gekregen, Memorie van Antwoord wetontwerp aanpassingswet Tweede EEG-Richtlijn, Kamerstukken Tweede Kamer der Staten-Generaal, zitting 1979-1980, Nr 15304, blz 11, waar de minister van justitie, naar aanleiding van opmerkingen dat door het voorgestelde ontwerp een beschermingsoperatie tegen overvallen aanzienlijk moeilijker is dan voorheen, onder meer opmerkt 'Bedacht moet ook worden dat in bepaalde gevallen het in het belang van een gezonde economische ontwikkeling kan zijn, dat invloed of macht in een onderneming wordt verkregen door een buitenstaander, die wellicht meer mogelijkheden ziet die onderneming tot bloei te brengen. Het valt niet in te zien, waarom dit soort verschuivingen in de structuur van het bedrijfsleven steeds een achteruitgang zou betekenen voor de positie van de werknemers en de continuïteit van de onderneming'

13) SER-advies 1969 en SMO-publicatie 1971

14) SER-advies 1969, blz 16.

E. Beveiliging tegen overval.

In grote lijnen sluiten deze motieven - en de in het advies gegeven toelichting daarop - aan bij de door Boelens genoemde gronden, zij het dat door de inmiddels plaatsgevonden hebbende ontwikkelingen in de vennootschapspraktijk de volgorde gewijzigd is, de onderbouwingen afwijkend geformuleerd zijn, en de motieven anders gegroepeerd zijn onder gedeeltelijk nieuwe benamingen.

Nagenoeg direct aansluitend op het SER-advies 1969 werd door de Stichting Maatschappij en Onderneming - op grondslag van een brede enquête^{*15} - een onderzoek ingesteld naar de vraag 'in hoeverre het mogelijk is vast te stellen bij wie over het algemeen de macht in de Nederlandse N.V.'s ligt'^{*16}. In de SMO-publicatie 1971 komen de oligarchische regelingen en de motieven welke tot invoering daarvan hebben geleid uiteraard uitvoerig aan de orde. Naast de in het SER-advies 1969 genoemde motieven noemt de SMO-publicatie 1971 nog afzonderlijk als motief^{*17} 'wijziging mentaliteit aandeelhouders: toenemend absenteïsme' (vgl. de hiervoor door Boelens genoemde grond onder letter b).

Het SER-advies 1969 vermeldt in de toelichting bij het als vijfde en laatste door haar genoemde motief - bescherming tegen overval^{*18} - dat bescherming tegen een overval in later jaren steeds zwaarder is gaan wegen. Het is, zo vermeldt de SMO-publicatie 1971, gelegen in de behoefte aan beveiliging van de onderneming en van de uiteenlopende, direct of indirect bij haar betrokken belangen tegen ongewenst geachte invloeden van buitenaf, met name tegen onverhoedse pogingen tot overname, veelal aangeduid als 'overval' of 'inbraak'. Deze zienswijze werd bevestigd in de aan de SMO-publicatie 1971 ten grondslag liggende enquête^{*19} en werd voorts genoemd in enkele omstreeks die tijd over dit onderwerp verschenen artikelen in de literatuur^{*20}. Een motief met ten dele dezelfde

15) SMO-publicatie 1971, blz 10

16) SMO-publicatie 1971, blz 9

17) SMO-publicatie 1971, blz 18 Voorts wordt op blz 20 geconstateerd dat 7% van de geenquêteerde naamloze vennootschappen geantwoord hadden dat zij voor het gebruik van oligarchische regelingen (mede) een ander motief hadden dan de in de enquête vermelde, een inzicht in de aard van deze andere motieven gaf de enquête niet

18) SER-advies 1969, blz 16

19) SMO-publicatie 1971, blz 17, waar geconstateerd wordt dat de wens zich tegen een 'overval' te beveiligen een niet onbelangrijke rol speelt Het motief werd door 35% van de geenquêteerden genoemd alleen of tezamen met andere motieven Deze 35% is een totaalcijfer en heeft betrekking op alle geenquêteerde naamloze vennootschappen (groot, klein, open, half-open, besloten, concern, familie, etc) Van de grote open naamloze vennootschappen vermeldden 75,3% dit motief, SMO-publicatie 1971, blz 54

20) Zie onder meer Schut, blz 3 e v , Blom, F W C , Take over rules, NV 46, blz 135, Hellema, H J , V M F verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz 21

strekking wordt vermeld in de memorie van toelichting*²¹ behorende bij het ontwerp-landsverordening tot wijziging van het Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen, waarbij o.a. wordt voorzien in de mogelijkheid van uitgifte van aandelen zonder stemrecht of met beperkt stemrecht.

Het hiervoor gegeven overzicht laat de volgende verschuiving zien van motieven die ten grondslag hebben gelegen aan de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies:

- (a) aanvankelijk - rond de eeuwwisseling - waren de motieven gelegen in het weren van buitenlandse invloed op het nationale handels- en bedrijfsleven;
- (b) naderhand - met de verdere opkomst van de open vennootschap met grote kapitaalbehoeften - werden de ter afwering van het onder (a) gesignaleerde gevaar ontwikkelde beschermingsmiddelen aangewend voor het beperken van de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders, vooral ten gunste van het bestuur, terwijl het aan (a) ten grondslag liggende motief aan belang inboette;
- (c) vervolgens zijn vanaf de zestiger jaren beschermingsmiddelen en -constructies - behalve voor het onder (b) genoemde motief - een steeds belangrijker rol gaan spelen ter afwering van een overval of een onvriendelijke overname.

De overgang van de ene naar de andere fase - en daarmee ook de ontwikkeling van de beschermingsmiddelen en -constructies en de toepassing in de praktijk - heeft geleidelijk plaatsgevonden*²². De voor de motieven

(a) en (b) aangewende middelen en constructies zijn - op een enkele reeds eerder genoemde uitzondering na*²³ - in theorie en praktijk geaccepteerd. De vraag of dit ook het geval is ten aanzien van de voor motief (c) gebruikte en ontwikkelde middelen en -constructies komt aan de orde in de hoofdstukken IV. en V.

II.3. Bescherming, waartegen

Tot dusver is vooral ingegaan op de vraag: bescherming, waarom. Een andere vraag is: bescherming waartegen, of anders geformuleerd, waarop dient

21) Staten van de Nederlandse Antillen, zitting 1987-1988, Landsverordening tot wijziging van het Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen, Memorie van Toelichting, No. 3, Algemene beschouwingen, blz. 1, waar wordt vermeld: '... Naar huidig recht is aan een aandeel noodzakelijk stemrecht verbonden. De vennootschap moet zich echter kunnen beschermen tegen infiltratie door concurrentie, tegen overname van het bedrijf en tegen ongewenste verandering van de aard en de nationaliteit ...'

22) Maeijer, J.M.M., Het belangenconflict in de naamloze vennootschap, inaugurele rede Nijmegen, 1964, blz. 4, die ten aanzien van de onder (b) genoemde ontwikkeling constateert: 'De evolutie is niet ontstaan door een ingrijpen van buitenaf. Zij werd bewerkstelligd door de praktijk van het vennootschapsrecht in de eigen kring van de betrokkenen. Door invoering van verschillende soorten beschermingsmiddelen.'

23) Koornschoofconstructie; zie paragraaf III.3.3.

II. BESCHERMING IN HET ALGEMEEN

of kan de bescherming gericht zijn. Daarbij zou ik het volgende onderscheid willen maken.

De bescherming kan gericht zijn op:

- A. het houden van de aandelen ('kapitaal- en zeggenschapsfunctie') in beperkte kring; of
- B. het houden van het stemrecht op de aandelen ('zeggenschapsfunctie') in beperkte kring, ongeacht waar de - overige - aandelen zich bevinden^{*24}.

Het hier gemaakte onderscheid is met name van belang, en kan een goed hulpmiddel zijn, bij het beoordelen van de vraag welk beschermingsmiddel of welke beschermingsconstructie voor het beschermen van welk belang het meest geëigend is.

Bij het beoordelen van de vraag welk beschermingsmiddel of welke beschermingsconstructie aangewend dient te worden kan voorts onderscheid^{*25} worden gemaakt of de bescherming zich richt tegen:

- A1) de huidige aandeelhouders, of
- B1) de toekomstige (andere) aandeelhouders.

Ad A1)

Dit kan betreffen:

1. een meerderheidsaandeelhouder of meerdere minderheidsaandeelhouders, die volgens een onderlinge regeling tot samenwerking tezamen een meerderheid vormen^{*26}, of
2. een minderheidsaandeelhouder
 - (a) die bepaalde - essentiële - zeggenschapsrechten heeft; of
 - (b) die deze zeggenschapsrechten niet heeft, doch die gelet op de verhoudingen (absenteïsme) in de algemene vergadering van aandeelhouders mogelijk toch invloed kan uitoefenen.

Ad B1)

Het kan hier gaan om de verwerving van aandelen door (andere) aandeelhouders

24) A impliceert doorgaans B. Ook in negatieve zin; mislukt A, dan mislukt doorgaans ook B, mogelijk in een later stadium.

25) Een variant is (of wellicht beter, een variant van) de constatering van Maeijer dat door het creëren van allerlei beschermingsconstructies gepoogd wordt de beslissingsbevoegdheid van de aandeelhouders te beïnvloeden: 'door te zorgen ofwel dat er alleen maar betrouwbare aandeelhouders zijn, ofwel dat de betrouwbare aandeelhouders te gelegener tijd de onbetrouwbaar geachte aandeelhouders kunnen overstemmen'; Maeijer, J.M.M., De positie van aandeelhouders, in Problemen bij fusie, blz. 3.

26) Zoals bij de behandeling van de in de praktijk voorgekomen gevallen van uitgifte van gewone en/of preferente aandelen als beschermingsmiddel (zie paragraaf V.3.2., V.4.2. en bijlage 2) zal blijken, wordt, ondanks het reeds bestaan van beschermingsmiddelen die de zeggenschap van de meerderheidsaandeelhouder beperken, dikwijls verdere bescherming nodig geacht, omdat gevreesd wordt dat de meerderheidsaandeelhouder toch invloed op het bestuur van de vennootschap kan en zal uitoefenen.

ders. Hierbij kan onderscheiden*²⁷ worden dat de verwerving geschiedt:

1. in overleg met en met instemming van het bestuur*²⁸ van de naamloze vennootschap, en wel door
 - (a) een openbaar bod op de aandelen, gevolgd door overdracht van de aandelen; en/of
 - (b) uitgifte van nieuwe aandelen;
2. zonder enig overleg met het bestuur van de naamloze vennootschap door:
 - (a) een openbaar bod*²⁹ op de aandelen. Dit wordt in de vennootschapspraktijk ook wel genoemd een 'overval'*³⁰; en/of*³¹
 - (b) geleidelijke aankoop ter beurze*³². In dat geval wordt gesproken over een 'beursoverval'*³³. Een beursoverval wordt doorgaans gevolgd door een openbaar bod;
3. na overleg met het bestuur van de naamloze vennootschap zonder dat dit overleg tot overeenstemming heeft geleid, waarna tot geleidelijke aankoop ter beurze wordt overgegaan en/of een openbaar bod wordt uitgebracht.

27) Aanvankelijk werd dit onderscheid slechts in beperkte mate gemaakt. Zie Schut, blz. 4.

28) Bestuur is hier ook bedoeld in ruime zin: directie en commissarissen.

29) Hierop is van toepassing het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975.

30) Zie Schut, blz. 5; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 143, rechter kolom. Zie ook S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975, Toelichting op de 'systematiek', blz. 33, en het verbod van 'overval', blz. 34. Anders Blom, F.W.C., Aandelenkapitaal-overnemingen, Management rapport no. 3, uitgave van NV Bureau voor Ondernemingseconomie te Hilversum, blz. 26 en Van der Grinten, W.C.L., daarover in NV 47, blz. 20; Van Schilfgaarde, blz. 89.

31) Voor het doen van 'geleidelijke aankopen ter beurze' voorafgaande aan of na een 'openbaar bod' bevat het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 bijzondere voorschriften (artikel 6 lid 1 letter p en artikel 12).

32) Dit is geheel vrij; het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 is op deze transacties in beginsel niet van toepassing. Zie hierover in het bijzonder De Savornin Lohman, O., SER-fusiecode en de beursoverval, geschrift no. 1 Reeks Studiekring Drion. Zie ook Schaafsma, J.R., Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 77 en 78 en paragraaf IX.2.1.

33) De Savornin Lohman, O., SER-fusiecode en de beursoverval, blz. 5; Slagter, W.J., De SER-Fusiegedragsregels en de beursoverval, TVVS, 1978, blz. 56; Schaafsma, J.R., Bescherming van beleggers ter beurze, Europese effectenreglementering, Praeadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' en de Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, 1968, blz. 227. Anders: Van der Zanden I, blz. 510, II, blz. 539, die onder een beursoverval verstaat het onder letter (a) genoemde openbare bod. Deze ruime opvatting kan m.i. aanleiding geven tot begripsverwarring. Waar in het vervolg van dit boek wordt gesproken over overval wordt een beursoverval daar mede onder begrepen.

II. BESCHERMING IN HET ALGEMEEN

Een 'onvriendelijke, vijandige of ongewenste overname' ^{*34}.

Het zijn vooral de hierboven onder B1, 2 en 3 omschreven situaties welke - zoals hiervoor is opgemerkt - sedert de jaren zestig de aandacht hebben getrokken, en waarbij het aanwenden van beschermingsmiddelen en -constructies een steeds belangrijker rol is gaan spelen ^{*35}, namelijk het invoeren van beschermingsmiddelen en -constructies tegen overvallen of onvriendelijke overnemingen ^{*36}.

De vraag welke beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies in het verleden werden en heden nog worden gebruikt komt aan de orde in het volgende hoofdstuk.

34) Het Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 4, spreekt in dit geval over een niet-minnelijke overneming, in tegenstelling tot een minnelijke overneming, die de instemming heeft van het bestuur. Zo ook Sanders-Westbroek, blz. 201.

35) Hellema, M.J., constateert in V.M.F. verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz. 21, dat bij overnamebiedingen een tot die tijd ongebruikelijke verruiming valt te constateren, waardoor de verhoudingen in het emotionele vlak komen te liggen en al spoedig tegenstellingen ontstaan tussen de belangen van aandeelhouders en bestuur. Dit is een van de redenen waarom bestuurders zich door invoering van beschermingsmaatregelen pogen veilig te stellen tegen eigen aandeelhouders. Zie ook De Savornin Lohman, O., SER-fusiecode en de beursoverval, blz. 22.

36) Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 225, verstaat onder beschermingsconstructies - welke hij bespreekt in het kader van dreigende overvallen - juridische constructies welke beogen te voorkomen dat iemand door verwerving van aandelen in de bepaalde vennootschap een wezenlijke verandering kan brengen in de bij die vennootschap bestaande machtsverhoudingen, meer in het bijzonder voor zover deze de bezetting en de vrijheid van handelen van het bestuur betreffen. Francissen en Jansen, blz. 87, stellen dat de beschermingsconstructies een onderdeel vormen van de zgn. oligarchische regelingen. Gelet op hun opvatting omtrent oligarchische regelingen (deze worden in het algemeen hierdoor gekenmerkt dat de macht en bevoegdheid van de algemene vergadering worden beperkt) is de gegeven specificering naar mijn mening niet geheel juist. Beschermingsconstructies omvatten meer dan alleen oligarchische regelingen.

III. KORT OVERZICHT VAN DE IN DE VENNOOTSCHAPSPRAKTIJK GEBRUIKTE BESCHERMINGSMIDDELEN EN BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

III.1. Inleiding

De beschermingsmiddelen en -constructies kunnen op verschillende manier behandeld worden*¹. Allereerst chronologisch, naar gelang zij in de vennootschapspraktijk toegepast zijn. In dat geval kan een onderscheid gemaakt worden tussen de rond de eeuwwisseling gebruikte middelen, de zgn. 'klassieke' en diegene die op een bepaald later tijdstip 'en vogue' zijn. Voor ons doel lijkt het echter overzichtelijker een hoofd-indeling*² te maken in groepen, zoals het Rapport van de Commissie

1) Zij komen in verschillende publicaties aan de orde. Meestal is de behandeling beperkt tot de belangrijkste beschermingsmiddelen en -constructies. Voor de belangrijkste literatuur, waarin overzichten of meerdere beschermingsmiddelen en -constructies aan de orde komen zie: Polak, blz. 58 e.v.; Dorhout Mees, Statuten, blz. 105 e.v.; Boelens, blz. 103; Rapport Commissie Hellema, blz. 7 e.v.; Vroom, A.M., blz. 23 e.v.; Haardt, W.L., De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz. 86 e.v.; De hervorming van de onderneming, blz. 42 e.v. en 162 e.v.; Beschermingsconstructies bij de open N.V., NV 40, blz. 76; Open ondernemerschap, blz. 237 e.v., Statutenonderzoek FD 24 okt. 1962; Van Campen, blz. 46; Schut, blz. 14 e.v.; Herziening van het ondernemingsrecht, blz. 16, 17 en 77; Ram, Th.M., FD 17-27 jan. 1968; VU-rapport 1969, blz. 3 e.v.; SER-advies 1969, blz. 14 e.v.; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 130; SMO-publicatie 1971, blz. 21 e.v.; Cremers, blz. 8 e.v.; Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 225 e.v.; Francissen en Jansen, blz. 87 e.v.; Francken, blz. 42 e.v.; Van der Zanden, I, blz. 510 e.v., II, blz. 539 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 37; Schaafsma, J.R., Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 80 e.v.; Roos, P., Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 237 e.v.; Den Boogert en Van Schilfgaarde in Aandelen; Honée, H.J.M.N., Beschermingsconstructies, NV 66, blz. 84 e.v. en 154 e.v.; Schwarz, C.A., Certificering van aandelen, uitgifte van beschermingsprefs en de rol van de stichting, S&V, 1988, blz. 103 e.v.; Buijs, D.C., Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 233 e.v..

2) Een andere indeling is die welke gemaakt wordt in de SMO-publicatie 1971, blz. 21 en 22, waarin onderscheid gemaakt wordt tussen:

1. Oligarchische regelingen die de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders ofwel beperken ofwel met oligarchische oogmerken reguleren, en
(vervolg voetnoot op volgende p.)

III. KORT OVERZICHT

Hellema doet^{*3}, waarin onderscheid wordt gemaakt tussen:

1. statutaire, en
2. buiten-statutaire.

Ad 1. De statutaire, welke opgenomen zijn in de statuten, kunnen vervolgens verdeeld worden in:

- a) middelen die er op gericht zijn de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken (zgn. oligarchische regelingen^{*4});
- b) middelen die niet beogen de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders te beknotten, doch zich meer bewegen op het terrein van de samenstelling van die vergadering^{*5}, zoals b.v. kwaliteitseisen, blokkaderegeling, etc.;
- c) andere bepalingen en maatregelen.

Ad 2. De buiten-statutaire beogen, zoals uit de naam reeds blijkt, buiten de statuten om te bereiken dat de kapitaaldeelnemers niet of niet-volledig de aandeelhoudersrechten kunnen uitoefenen^{*6}.

Naast de statutaire en buiten-statutaire kunnen nog onderscheiden worden^{*7}:

3. 'wettelijke' maatregelen, en
4. overige maatregelen.

Bekijken wij deze groepen nader dan krijgen wij het in de volgende paragrafen aan de orde komende beeld. Hierbij zal blijken dat de grenzen tussen de groepen niet altijd scherp zijn te trekken; sommige kunnen in meer dan één groep worden ingedeeld.

(vervolg voetnoot van vorige pagina)

2. Oligarchische regelingen die de bevoegdheden van de kapitaalverschaffers beperken - hetzij ten aanzien van de N.V., hetzij ten aanzien van de onderneming (in de zin van technisch-organisatorische eenheid in de zin van de Wet op de ondernemingsraden) - zonder aantasting van de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze indeling hangt mede samen met de ruime opvatting van oligarchische regelingen welke in de SMO-publicatie 1971 wordt gehanteerd (zie ook de voetnoten van paragraaf I.5.).

3) Rapport van de Commissie Hellema, blz. 7 e.v. Zie voor deze verdeling ook het Handboek, voor de eerste maal in 8e druk No. 203.1., thans, 11e druk, No. 203.2.;

4) Zie paragraaf I.5.

5) Vroom, A.M., blz. 31.

6) Handboek, No. 203.2.

7) Van der Zanden I, blz. 510.

Een andere indeling*⁸ die gemaakt kan worden is die in:

- (i) preventieve maatregelen,
- (ii) correctieve maatregelen, en
- (iii) wettelijke maatregelen.

Zoals het woord reeds tot uitdrukking brengt, worden met preventieve maatregelen bedoeld die maatregelen, welke beogen een overval of onvriendelijke overname te voorkomen. Met correctieve maatregelen, die maatregelen die toegepast kunnen worden om de gevolgen van een overval of onvriendelijke overname, die heeft plaatsgevonden, te corrigeren. Daarnaast bestaan de wettelijke maatregelen. Een bezwaar dat tegen deze indeling kan worden opgeworpen, is, dat een aantal maatregelen zowel preventief als correctief gebruikt kan worden, met als gevolg dat het moeilijk is op basis van deze indeling een duidelijk overzicht te maken.

Bij het maken van indelingen en het bespreken van de beschermingsmiddelen en -constructies dient men rekening te houden met het feit, dat alle maatregelen die door vennootschappen in en buiten de statuten worden toegepast en die kunnen worden aangemerkt als beschermingsmiddel of -constructie, niet altijd ook als zodanig zijn bedoeld*⁹. Geheel andere motieven dan bescherming kunnen aanwezig zijn om bepaalde maatregelen in te voeren, zoals b.v. het motief de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders niet afhankelijk te maken van een toevallig aanwezige meerderheid van aandeelhouders en waarborgen te scheppen dat het bestuur en de raad van commissarissen in staat worden gesteld te komen tot een zorgvuldige afweging van de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen. Of het motief de bezoldiging van het bestuur te laten vaststellen door een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders. Ook maken vennootschappen soms gebruik van de in bepaalde gevallen door de wet gegeven mogelijkheid om in afwijking van de wettelijke regeling in de statuten anders te bepalen, dan wel gebruik te maken van de door de wet gegeven mogelijkheid om in de statuten bepaalde bevoegdheden aan anderen, dan de in de wet genoemde vennootschapsorganen, te geven. Een dergelijke statutaire regeling kan onder omstandigheden uit een oogpunt van bescherming een averechts effect hebben, zoals b.v. het op grond van art. 109 aan de houders van een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal geven van een zelfstandig recht om een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen.

8) Ook nog andere indelingen zijn mogelijk. In het Rapport van de VvdE, blz. 23, wordt onderscheid gemaakt tussen tijdelijke en permanente constructies. Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 43, die dit door de VvdE gemaakte onderscheid als analyse niet geslaagd vindt, zou indien men een typering wil geven, het juist vinden onderscheid te maken tussen beschermingsconstructies die een sluimerend bestaan leiden en constructies die voortdurend gevolgen teweegbrengen.

9) Zie hierover paragraaf II.2. Zie ook Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 47; Buijs, D.C., Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 234 en 235.

III. KORT OVERZICHT

III.2. Statutaire beschermingsmiddelen

De statutaire beschermingsmiddelen kunnen, zoals hiervoor vermeld, verdeeld worden in:

- a) middelen die er op gericht zijn de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken (zgn. oligarchische regelingen);
- b) middelen die niet beogen de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders te beknotten, doch zich meer bewegen op het terrein van de samenstelling van die vergadering;
- c) andere bepalingen en maatregelen.

Tot de onder a genoemde categorie behoren:

- prioriteitsaandelen (IV.1.1.);
- het na oprichting mogen verrichten van bepaalde rechtshandelingen zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.2.);
- bindende voordracht voor benoeming van bestuurders en/of commissarissen (IV.1.3.);
- vaststelling aantal bestuurders en/of commissarissen door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.4.);
- vaststelling bezoldiging bestuurders en/of commissarissen door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.5.);
- benoeming bestuurders bij diens belet of ontstentenis door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.6.);
- benoeming van commissarissen door anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.7.);
- beperking van het stemrecht (IV.1.8.);
- het stellen van versterkte meerderheids- en quorum-eisen (IV.1.9.);
- het bestemmen van de winst door anderen/een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.10.);
- het afhankelijk maken van een besluit tot statutenwijziging van een voorstel of goedkeuring van een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.11.);
- het afhankelijk maken van een besluit tot ontbinding van een voorstel of goedkeuring van een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders (IV.1.12.).

Tot de onder b genoemde categorie behoren:

- uitgifte van aandelen (IV.2.1. en V);
- het stellen van de aandelen op naam (V.2.2.);
- het opnemen van blokkeringsregelingen (V.2.3.);
- het toepassen van een X%-regeling (V.2.4.).

Tot de onder c genoemde categorie behoren:

- doelomschrijving (IV.3.1.);
 - bescherming sub-holding/belangrijkste dochtermaatschappij(en) (IV.3.2.).
- Aan deze statutaire beschermingsmiddelen wordt nader aandacht besteed in de achter de middelen vermelde paragrafen.

III.3. Buiten-statutaire beschermingsconstructies

Tot de buiten-statutaire beschermingsconstructies kunnen worden gerekend:

- certificering (III.3.1.);
- nationaal of gemeenschappelijk bezit (III.3.2.);
- koornschool (III.3.3.);
- volmachten (III.3.4.);
- stemovereenkomst (III.3.5.).

Deze beschermingsconstructies komen in het kort aan de orde in de achter de constructies vermelde paragrafen.

III.3.1. Certificering*10

Certificering behoort, tezamen met het in de volgende paragraaf te bespreken nationaal of gemeenschappelijk bezit, tot de klassieke beschermingsconstructies.

De oorsprong van het gebruik van certificering in het vennootschapsrecht*11 ligt in de Verenigde Staten van Amerika, waar men gebruik maakte van een zgn. 'voting-trust'. Dit is een consortium waaraan de oorspronkelijke aandelen worden overgedragen en dat daarvoor certificaten uitdeelt. Het doel van de voting-trust was aanvankelijk in hoofdzaak om in het algemeen invloed van buitenaf te weren, doch de voting-trust werd ook wel gebruikt om vreemde invloed uit nationale ondernemingen te weren*12.

Voor het laatstgenoemde doel is deze constructie voor het eerst in Nederland - in aan het Nederlandse vennootschapsrecht aangepaste vorm - gebruikt*13. Naderhand is het eerdergenoemde doel - de invloed van buitenaf - een belangrijke rol gaan spelen, terwijl het thans vooral als beschermingsconstructie tegen een overval of onvriendelijke overname toepassing vindt.

10) Dorhout Mees, Statuten, blz. 113; Vroom, blz. 39; Beschermingsconstructies bij de open N.V., NV 40, blz. 76 e.v.; Schut, blz. 33 e.v.; FD 2 febr. 1965 en 20/27 jan. 1968; VU-rapport 1969, blz. 10 e.v.; SMO-publicatie 1971, blz. 30 e.v.; Cremers, blz. 16 en 17; Van der Zanden I, blz. 512.

11) Handboek, No. 197, noemt buiten het vennootschapsrecht als oudste vorm het grootboekcertificaat en binnen het vennootschapsrecht aandelen in Amerikaanse vennootschappen, omdat deze aandelen op naam plegen te staan en in Nederland moeilijk ter beurze te verhandelen zijn. Ook maakt certificering het mogelijk de coupures aan te passen aan de wensen van het beleggend publiek.

12) Polak, blz. 66.

13) Polak, blz. 66 en 67, noemt als meest bekende voorbeeld in die dagen (1918) de Geconsolideerde Hollandsche Petroleum Compagnie. Het grootste deel van het aandelenkapitaal van deze vennootschap werd onder administratie gesteld van een trustee (Centrale Trust Compagnie), die daarvoor certificaten A, groot f. 1.000,-- en certificaten B, zonder vermelding van hoofdsom, creëerde. De certificaten A ontvingen bijna het gehele dividend en werden aan het publiek aangeboden, de certificaten B ontvingen bijna geen dividend, maar oefenden daarentegen het stemrecht uit en berustten bij bevriende relaties.

III. KORT OVERZICHT

De aan het Nederlandse vennootschapsrecht aangepaste vorm bestond hierin dat de aandelen niet in een trust werden ingebracht, doch in een afzonderlijke rechtspersoon. Aanvankelijk in speciaal daarvoor opgerichte verenigingen*¹⁴ en vervolgens ook in vennootschappen*¹⁵, en later, toen algemeen aangenomen werd dat stichtingen niet uitsluitend een ideëel doel behoeften te hebben, ook in stichtingen*¹⁶. Thans worden voor certificeringen in hoofdzaak stichtingen gebruikt*¹⁷.

De rechtspersoon (ook wel administratiekantoor (AK) genoemd) geeft tegenover het in administratie nemen van de aandelen certificaten af. De aan de aandelen verbonden zeggenschapsrechten komen bij het AK te berusten. De voorwaarden waaronder een en ander geschiedt worden geregeld in de administratievoorwaarden*¹⁸. Een punt dat in de literatuur menigmaal tot verwarring aanleiding heeft gegeven - en thans soms nog geeft - is de vraag of certificering aan (bestaande) aandeelhouders het stemrecht ontnemt, of niet*¹⁹. Voor een goed begrip dient onderscheid gemaakt te worden tussen de 'aandeelhouder' van- en de 'vermogensverschaffer' aan de naamloze vennootschap. Financiële middelen kunnen op verschillende manieren ter beschikking van de vennootschap worden gesteld, b.v. via storting op aandelen, doch ook als obligatielening, bankkrediet en in allerlei andere financieringsvormen. Van de verschaffers van financiële middelen hebben doorgaans alleen de aandeelhouders zeggenschap in de naamloze vennootschap. Door certificering wordt zeggenschap niet aan de aandeelhouders ontnomen; de aandelen komen immers in het bezit van het AK, die - onder de voorwaarden zoals opgenomen in de administratievoorwaarden - het

14) Zoals b.v. de in 1906 opgerichte 'Vereniging van gemeenschappelijk bezit van de Nederlandsche Maatschappij tot het verrichten van Mijnbouwkundige Werken' en de in 1911 opgerichte 'Vereniging tot beheer van aandelen in de N.V. Lijm- en Gelatinefabriek 'Delft''. Laatsgenoemde vereniging is partij geweest in de door Hamer Holding B.V. aangespannen procedure tot decertificering. Pres.Rb 's-Gravenhage, 19 febr. 1982, TVVS 1982, blz. 127 en 128 (W.J.S.) wees de vordering af na overwogen te hebben dat de gehanteerde zeggenschapsconstructie een in het algemeen aanvaarde methode is om vennootschappen te beschermen.

15) Zoals b.v. Rupax N.V., welke vennootschap certificaten afgaf van aandelen N.V. Rubberfabriek Vredestein.

16) Zie Kamphuisen, P.W., Prioriteitsaandelen en de wijze om deze in de hand te houden, NV 29, blz. 84, linkerkolom en Polak, J.M., daarover in Stichting en continuïteit van de onderneming, TVVS 1964, blz. 216 e.v.. Het Handboek noemt deze voor de eerste maal in de 6e druk (1955), No. 197.

17) Francissen en Jansen, blz. 95.

18) Zie voor een beschrijving van de certificeringsprocedure en van het resultaat daarvan Schwarz, C.A., Certificering van aandelen, uitgifte van beschermingsprefs en de rol van de stichting, S&V, blz. 104 e.v.

19) Zie Brevet, F.J., Niet-royeerbare certificaten en nationaal of gemeenschappelijk bezit maatschappijen, NV 40, blz. 187, rechter kolom; Haccoû, J.F., Nogmaals: het niet-royeerbare certificaat van aandeel, TVVS 1962, blz. 291.

stemrecht op de aandelen blijft uitoefenen, hetgeen juist met de certificering wordt beoogd. De kapitaalverschaffer/oorspronkelijke aandeelhouder verliest echter zijn zeggenschap. Men kan het ook aldus uitdrukken: na certificering wordt in de vennootschapspraktijk gesproken over de juridische eigenaar (het AK) en de economische eigenaar (certificaathouder) van het vermogen van de naamloze vennootschap. Certificering heeft tot resultaat dat de economische eigenaar geen zeggenschap meer heeft*²⁰.

Als AK kunnen optreden:

1. een met medewerking van de vennootschap opgericht AK (doorgaans een stichting), het zgn. 'eigen of ad hoc AK'; of
2. een 'beroeps AK'*²¹.

De doelomschrijving van het 'eigen AK' kan worden toegesneden op het motief voor de certificering, bijvoorbeeld naast het in administratie nemen van aandelen het verzekeren van de continuïteit van de vennootschap en van het voortbestaan van de vennootschap als zelfstandige onderneming en het weren van invloeden uit de leiding, welke de onafhankelijkheid, de continuïteit en/of de identiteit van en/of een goede gang van zaken in de vennootschap zouden kunnen schaden. De VvdE schrijft voor*²² dat in de administratievoorwaarden van een 'eigen AK' moet zijn bepaald, dat het AK van de aan de aandelen verbonden rechten op zodanige wijze gebruik zal maken, dat de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen zo goed mogelijk worden gewaarborgd. Het bestuur van het 'eigen AK' zal bij het uitoefenen van het stemrecht op de gecertificeerde aandelen met haar doelstelling rekening moeten houden. De VvdE stelt in bepaalde gevallen eisen (onafhankelijkheid) aan de samenstelling van (verdeling van het stemrecht in) het bestuur van een 'eigen AK'*²³. Bij een 'beroeps AK' verlangt de VvdE*²⁴ dat in de administratievoorwaarden moet zijn bepaald dat het AK van het stemrecht op de in administratie genomen waarden gebruik kan maken op zodanige wijze als het in het belang van de certificaathouders dienstig oordeelt.

Ingevolge het bepaalde onder letter D van de Invoeringsbepalingen van bijlage X bij het Fondsenreglement zal aan het hiervoor genoemde voorschrift van de VvdE met betrekking tot de gebruikmaking van de aan de aandelen verbonden rechten door het 'eigen AK' worden toegevoegd de zin-

20) Van Campen, blz. 52.

21) Hierbij kan onderscheid worden gemaakt tussen AK's die verbonden zijn (dochtermaatschappij) met een van de Nederlandse handelsbanken en ongebonden AK's. Zie over de ervaringen van een administratiekantoor in de praktijk Bloembergen, E., Spelersrollen bij onvriendelijke overnames, TVVS 1988, blz. 137.

22) Fondsenreglement, Bijlage II, art. 15.

23) Bij beperkt royeerbare certificaten; zie Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 22, Rapport van de VvdE, blz. 22 en de bijlage X bij het Fondsenreglement art. 7 en 8.

24) Fondsenreglement, Bijlage II, art. 15.

III. KORT OVERZICHT

snede 'zulks onverminderd het bepaalde in bijlage X bij het Fondsenreglement'. In deze bijlage wordt bepaald dat de administratievoorwaarden steeds de bepaling dienen te bevatten welke de norm voor het stemgedrag van het AK voorschrijft; deze norm moet zien op het behartigen van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Hieraan mogen elementen worden toegevoegd, doch niet alleen het element 'zelfstandigheid' of 'onafhankelijkheid' of elementen met dezelfde strekking, of alleen een combinatie van deze elementen*²⁵. In deze bijlage wordt ook voorgeschreven de publicatie van de namen en functies van bestuursleden van het AK*²⁶. Op deze bijlage en de in werkingtreding daarvan wordt nader ingegaan in paragraaf IX.4.

De certificaten kunnen worden onderscheiden in:

- a) royeerbare certificaten;
- b) beperkt royeerbare certificaten;
- c) niet-royeerbare certificaten.

De royeerbare certificaten kunnen te allen tijde omgewisseld worden in originele aandelen*²⁷. Bij beperkt royeerbare certificaten is de omwisseling onderworpen aan beperkende bepalingen (b.v. beperking van de aandeelhouderskring (kwaliteitseisen) en/of beperking van het aandelenbezit (X%-regeling)*²⁸), terwijl bij niet-royeerbare certificaten in het geheel geen omwisseling mogelijk is.

25) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 6.

26) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 8.

27) Met dien verstande dat bij ter beurse genoteerde royeerbare certificaten de administratievoorwaarden dikwijls bepalen dat indien bijzondere omstandigheden zulks noodzakelijk doen zijn de gelegenheid tot aanmaak en royement van certificaten tijdelijk kan worden gesloten. Oorspronkelijk werd een dergelijke bepaling uitsluitend om technische redenen in de administratievoorwaarden van buitenlandse aandelen opgenomen, teneinde het AK de nodige maatregelen te kunnen laten nemen bij b.v. split-ups, fusies, overnemingen, etc. Het AK zou mogelijk de aanmaak en royement ook tijdelijk kunnen sluiten indien ten aanzien van een naamloze vennootschap, welke onderwerp is van een overnamegerucht, kort voor een algemene vergadering van aandeelhouders op grote schaal verzoeken tot omwisseling zouden worden gedaan. Een dergelijke bepaling komt ook voor in een aantal administratievoorwaarden van beperkt royeerbare certificaten. De VvdE stelt als eis dat voor sluiting van de aanmaak en royement haar goedkeuring nodig is.

28) Zie paragraaf IV.2.3.2., IV.2.4. en Pres.Rb. Amsterdam 8 febr. 1988, KG 1988, 99. Andere varianten welke in de praktijk voorkomen zijn b.v. (a) goedkeuringsvereisten, (b) indien in enig jaar een bepaald minimum dividend niet wordt uitgekeerd en (c) gedurende een bepaalde periode geblokkeerd. Laatstgenoemde variant wordt ook voorgesteld in Open ondernemerschap, blz. 258, als een praktische oplossing voor de tegen niet-royeerbare certificaten gerezen bezwaren. De omwisseling zou niet onmiddellijk moeten kunnen geschieden, doch op termijn (b.v. drie jaar) waardoor 'Ueberfremdung' niet voorgoed wordt afgewend, maar wel voor geruime tijd wordt tegengehouden (Het openhouden van de mogelijkheid van 'Ueberfremdung' op termijn).

Royeerbare certificaten worden doorgaans niet gecreëerd uit een oogpunt van bescherming*²⁹. Zij vinden hun oorsprong dikwijls in het feit dat de aandelen op naam staan of in grote coupures zijn uitgegeven. Door omwisseling in certificaten wordt getracht de verhandelbaarheid te vergroten. Toch kunnen royeerbare certificaten ook een functie vervullen als 'beschermingsconstructie'. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het geval dat men bij aanwezigheid van één of meer groot-aandeelhouders de kleine aandeelhouders wil bundelen om via het AK tegenwicht te kunnen laten bieden tegen een (de) groot-aandeelhouder(s)*³⁰. Een ander voorbeeld komt voort uit het 'absenteïsme' van aandeelhouders op algemene vergaderingen van aandeelhouders. Indien de aandelen worden gecertificeerd, zal het AK altijd op de algemene vergadering van aandeelhouders aanwezig zijn met een aanzienlijk pakket aandelen. Waarschijnlijk ook in woelige tijden, omdat vele certificaathouders niet de moeite zullen nemen speciaal voor een (buitengewone) algemene vergadering van aandeelhouders hun certificaten te laten royeren. De constructie van royeerbare certificaten biedt echter geen bescherming tegen een overvaller of onvriendelijke overnemer.

Beperkt-royeerbare en niet-royeerbare certificaten worden doorgaans gecreëerd om reden van bescherming (stemrecht in vertrouwde handen en beperking van de mogelijkheid van een overval of onvriendelijke overname).

Certificering heeft als beschermingsconstructie nagenoeg vanaf eerste gebruik altijd in de belangstelling gestaan. Van der Grinten*³¹ is van mening 'dat de certificaten en vooral de niet-royeerbare niet geheel onbedenkelijke stukken zijn. Zij frustreren het wettelijk regime van de vennootschap. De zeggenschap die de wet aan de deelnemers in het kapitaal verleent, wordt door de constructie van het certificaat aan een ander toegekend*³²'.

29) Voor administratiekantoren waarvan de certificaten vrij royeerbaar zijn, stelt de VvdE tot dusver geen eisen aan de onafhankelijkheid van het bestuur. De Commissie Van der Grinten heeft hiertegen bedenkingen; zie Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 22.

30) De Staat der Nederlanden neemt deel in N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker (maximaal 49%). In 1988 zijn de gewone aandelen Fokker gecertificeerd (volledig royeerbare certificaten). Het bestuur van Fokker beoogt met de certificering te bereiken dat het stemrecht op de aandelen zoveel mogelijk zal worden uitgeoefend. Een soortgelijke situatie heeft zich in 1972 voorgedaan bij Koninklijke Papierfabrieken Van Gelder Zonen N.V., waarin de Amerikaanse vennootschap Crown Zellerbach International Inc. in 1972 een participatie verwierf van 50%; zie hierover Francissen en Jansen, blz. 56.

31) Handboek, voor de eerste maal in de 7e druk (1962), No. 197; thans, 11e druk zelfde nummer.

32) Zie Sanders, P., Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap in Rechtskundige opstellen aangeboden aan Prof. Mr R.P. Cleveringa, blz. 333 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., Bedenklijk, NV 33, blz. 25 e.v.; idem, De regels van het spel, NV 38, blz. 173, rechterkolom; Suetens Bourgeois, G., is in 'De verhouding meerderheid - minderheid in (vervolg voetnoot op volgende p.)

III. KORT OVERZICHT

In verband met een toenemend gebruik van certificaten, met name van niet-royeerbare certificaten stelde de VvdE medio 1955 een commissie in (De Commissie Hellema) met het verzoek een rapport uit te brengen.

De Commissie Hellema^{*33} kreeg opdracht een 'rapport uit te brengen omtrent het vraagstuk inzake de beperking van het stemrecht van aandeelhouders^{*34} door constructies als het niet-royeerbare certificaat, het nationaal bezit van aandelen e.d., en daarbij in het bijzonder advies te geven over de vraag, of in het kader van de vernieuwing van het vennootschapsrecht voorzieningen op dit stuk wenselijk moeten worden geacht, respectievelijk in de plaats van zodanige voorzieningen dan wel bij wijze van aanvulling daarop het opnemen in de Officiële Prijscourant van de voormelde vereniging van niet-royeerbare certificaten e.d. aan bepaalde beperkende voorwaarden dient te zijn onderworpen'.

De Commissie Hellema, die begin 1956^{*35} rapport uitbracht constateerde dat sedert het in werking treden van de wet van 1928 van misbruiken van oligarchische bepalingen in de statuten in de praktijk, althans bij de open N.V.^{*36}, niet is gebleken, en richtte haar aandacht nagenoeg uitsluitend op constructies als het niet-royeerbare certificaat en nationaal of gemeenschappelijk bezit van aandelen^{*37}. Ten aanzien van de nationaal bezit constructie merkte de Commissie op, dat deze nauwelijks meer wordt gekozen, reden waarom verdere bespreking achterwege bleef. Met betrekking tot het niet-royeerbare certificaat werden een aantal aanbevelingen gedaan, welke door de VvdE zijn overgenomen^{*38}. De

(vervolg voetnoot van vorige pagina)

de naamloze vennootschap, vergelijkende studie van de verhouding meerderheid - minderheid in de EEG-landen, Zwitserland en Engeland', van mening dat de Nederlandse praktijk van certificaten van aandelen een zeer belangrijke hinderpaal voor de harmonisatie van het vennootschapsrecht in Europees verband zal betekenen. Anders: Van der Grinten, W.C.L., daarover in NV 48, blz. 107.

33) Samenstelling van de Commissie: Prof.Mr H.J. Hellema (voorzitter), Mr F.J. Brevet, F. Goppel, Mr W.J.N. de Graaff, Prof.Mr W.C.L. van der Grinten, Prof.Mr P.W. Kamphuisen, Mr Th.P.J. Masthoff, C.J. Baron Schimmelpenninck van der Oye, W. Vrolijk en A.P. Zwager. Secretaris was Mr A.J. Kronenberg, adjunct-secretaris van de VvdE.

34) Bedoeld zal zijn 'kapitaalverschaffers', aangezien door certificering aan aandeelhouders het stemrecht niet wordt ontnomen. Het stemrecht wordt na certificering niet meer door de kapitaalverschaffer doch door het administratiekantoor uitgeoefend.

35) Op 22 maart 1956.

36) Bij de besloten (familie) vennootschap zou dit wel eens anders kunnen zijn. Zie hierover Treurniet, W.C., in zijn commentaar op het Rapport van de Commissie Hellema, NV 34, blz. 92 e.v.

37) Zie paragraaf III.3.2.

38) Opgenomen in het Fondsenreglement, thans (reglement in werking getreden op 1 juli 1983) art. 23 en bijlage II.

Commissie achtte op een enkele uitzondering na^{*39}, geen wettelijke voorzieningen nodig. Wel sprak zij als haar oordeel uit dat, mochten zich in de toekomst uitwassen voordoen, het tot de taak van de vereniging behoort om in te grijpen^{*40}.

Het niet-royeerbare certificaat bleef aan ernstige kritiek onderhevig^{*41}. Ook andere geluiden klonken echter door. Haardt^{*42}, die

een genuanceerd oordeel geeft, wijst naar mijn mening terecht op een aantal punten waarmede de kritiek, wat betreft de ter beurse genoteerde niet-royeerbare certificaten, niet voldoende rekening houdt, zoals:

- a) met de waarborgen, die in de praktijk zijn gegroeid om het verschijnsel, wat aard en omvang betreft, binnen bepaalde beperkingen te houden;
- b) met de omstandigheid, dat de houder van een niet-royeerbaar certificaat niet is een aandeelhouder die van een deel zijner rechten is beroofd, maar een houder van een stuk sui generis, wiens belangen bij de vennootschap dikwijls op veel effectiever wijze worden behartigd dan hij zelve zou kunnen doen;
- c) met het in vele gevallen maar al te juist gebleken motief dezer constructie: te voorkomen dat 'buitenstaanders', bijv. buitenlandse concurrenten, de meerderheidsmacht verwerven door het opkopen van een beslissend pakket aandelen.

Haardt geeft cijfers waaruit blijkt dat het gebruik meevalt en concludeert dat de niet-royeerbare certificaten kritisch aandacht verdienen bij hun verdere ontwikkeling; voorzover het aan de beurs genoteerde certificaten betreft, zal veel afhangen van het beleid van de VvdE, zowel wat toelating tot de notering betreft, als wat de kritiek betreft op de onafhankelijkheid van de administratiekantoren.

Een tweede Commissie Hellema heeft opnieuw aandacht aan het niet-royeerbare certificaat gegeven, maar uit het feit dat niet tot publicatie van een tweede rapport werd overgegaan, mag men volgens Ram^{*43} wel afleiden dat bij de tweede beschouwing de steen der wijzen niet is gevonden.

39) Dit betrof de vraag of de houder van meer dan één aandeel ter algemene vergadering van aandeelhouders voor het ene aandeel voor een voorstel en voor het andere aandeel tegen kan stemmen. Hierover bestond twijfel. Thans wordt aangenomen - zonder dat de wet op dit punt gewijzigd is - dat dit wel mogelijk is, zie Handboek, No 212

40) Rapport van de Commissie Hellema, blz 24

41) Van der Grinten, W C L, Bank en Verzekeringsnummer Algemeen Handelsblad 19 jan 1960, De hervorming van de onderneming, blz 162, waar de mening wordt uitgesproken dat het ernstige overweging verdient o a ten aanzien van deze rechtsfiguur een geheel andere weg in te slaan, en wel die van een algeheel verbod, Mulderij, H, De ontluistering van de aandeelhouders, NV 46, blz 165 e v

42) Haardt, W L, De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz 86. Voor een positief geluid zie Haccoû, J F, Het niet-royeerbare certificaat van aandeel, TVVS 1962, blz 225 e v en 291 e v

43) Ram, Th M, Bescherming tegen overval, artikelen serie FD 20 jan 1968

III. KORT OVERZICHT

Het onderwerp hield ook nadien de voortdurende aandacht van de VvdE, terwijl belanghebbenden bij de beurshandel er naar streefden misbruiken te voorkomen^{*44}. In het huidige Fondsenreglement^{*45} worden met betrekking tot de niet-royeerbare certificaten van binnenlandse fondsen aanvullende voorwaarden^{*46} gesteld. Deze voorwaarden beogen de belangen van de certificaaathouders te waarborgen (zij het met de beperking van de niet-royeerbaarheid) door onder andere vergaande eisen van onafhankelijkheid van het administratiekantoor. De Hoop Scheffer schrijft in het commentaar^{*47} op het Fondsenreglement dat 'uitbreiding van het aantal tot de notering toegelaten in de vorm van niet-royeerbare certificaten uitgegeven aandelen-fondsen niet te verwachten is, gelet op de ernstige bezwaren die binnen de VvdE tegen deze - overigens in onbruik geraakte - beschermingsconstructie bestaan'. De VvdE bevestigde de zienswijze van De Hoop Scheffer, waar zij in haar jaarverslag 1985^{*48} schrijft dat, hoewel ter beurze van Amsterdam certificaten van enkele vennootschappen in omloop zijn die niet royeerbaar zijn, het beleid van de VvdE sedert een aantal jaren gekant is tegen notering hiervan.

In paragraaf IV.2.4.2.2. wordt een overzicht gegeven van het aantal vennootschappen waarvan certificaten (niet/beperkt/volledig royeerbaar) ter beurze waren genoteerd per 1 januari 1988.

III.3.2. Nationaal of gemeenschappelijk bezit^{*49}

De nationaal of gemeenschappelijk bezit-constructie vertoont een zekere verwantschap met de in de vorige paragraaf besproken certificering. Ook hier worden - evenals bij de certificering - de aandelen van de te beschermen vennootschap ingebracht in een nieuwe rechtspersoon.

44) Aldus SER-advies 1969, blz. 17.

45) In werking getreden op 1 juli 1983.

46) Fondsenreglement art. 23 lid 3 en de bij dit reglement behorende Bijlage II (art. 23 lid 2e), artikelen 31 t/m 37.

47) De Hoop Scheffer, J.G.H., (oud-algemeen secretaris van de VvdE, thans lid van de juridische adviescommissie van de VvdE), Rechtspersonen, Effectenverkeer, blz. 123. Zie ook De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs in jaarverslag De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, blz. 28.

48) De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs in jaarverslag De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, blz. 28, rechterkolom.

49) Polak, blz. 68 e.v. en 136 e.v.; Dorhout Mees, Statuten, blz. 110 en 111; Vroom, blz. 41; Beschermingsconstructies bij de open N.V., NV 40, blz. 76, linkerkolom; VU-rapport 1969, blz. 9 en bijlage IX; Noldus, W.J.M., Emissie van aandelen, TVVS 1970, blz. 133, heeft bezwaren tegen deze constructie; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 135 e.v.; SMO-publicatie 1971, blz. 34; Cremers, blz. 17; Francissen en Jansen, blz. 99; Van der Zanden I, blz. 513.

De nationaal of gemeenschappelijk bezit-constructie^{*50} werkt in grote lijnen op dezelfde wijze als certificering. Een nieuwe rechtspersoon (houdstermaatschappij) wordt opgericht, welke als doel heeft het houden van de aandelen van de te beschermen naamloze vennootschap (werkmaatschappij).

Bij certificering kunnen daarvoor rechtspersonen met een klein kapitaal - zoals hiervoor vermeld aanvankelijk verenigingen, naderhand naamloze vennootschappen en later stichtingen - worden gebruikt, zodat met behulp van een relatief gering bedrag de zeggenschap in de werkmaatschappij verkregen kan worden. Bij een nationaal of gemeenschappelijk bezit-constructie gaat het echter om houdstermaatschappijen met in beginsel hetzelfde kapitaal als de werkmaatschappij^{*51}.

De houdstermaatschappij heeft doorgaans de rechtsvorm van een naamloze vennootschap, doch ook de commanditaire vennootschap op aandelen^{*52} werd als zodanig gebruikt. Men is ook wel overgegaan tot oprichting van een houdstermaatschappij van meer dan één werkmaatschappij^{*53}. Nog een andere vorm is inbreng van de door de naamloze vennootschap uitgeoefende onderneming in een stichting, welke constructie in de volgende paragraaf^{*54} aan de orde komt.

De aandelen van de houdstermaatschappij zijn in handen van het publiek^{*55}. Tussen de besturen van de houdstermaatschappij en de werkmaatschappij bestaat doorgaans een personele unie, d.w.z. het bestuur van de houdstermaatschappij wordt gevormd uit de bestuurders van de werk-

50) In de in de vorige noot vermelde literatuur ook wel aangeduid als 'holding company' constructie

51) Ook bij deze constructie is het echter theoretisch mogelijk met 'betrekkelijk' weinig kapitaal de macht in de uiteindelijke werkmaatschappij te behouden. Zie voor een praktijkgeval (Heineken Holding N.V. en Heineken N.V.) en een theoretisch voorbeeld Schut, blz. 32, zie ook Handboek, 7e druk, blz. 127, Slagter, blz. 234.

52) Zoals Nationaal Bezit van Aandelen Wm H. Muller & Co. Een niet onbelangrijk argument voor een commanditaire vennootschap op aandelen was gelegen in het feit dat men - anders dan bij de naamloze vennootschap - aan de commanditaire aandelen tot op zekere hoogte net zoveel rechten kon geven als men nuttig en noodzakelijk vond. De commanditaire vennootschap op aandelen is komen te vervallen bij de Wet van 28 mei 1975, Stb. 277.

53) Zoals in het verleden bij Verenigde Machinefabrieken N.V. (VMF).

54) Zie paragraaf III.3.3. Koornschoof.

55) Deze constructie is - voorzover bekend (Rapport Commissie Hellema, blz. 9) - voor het eerst toegepast in 1908 door N.V. Nederlandsche Scheepvaart Unie N.V. (thans Koninklijke Nedlloyd Groep N.V.), later in 1915 gevolgd door de Koninklijke Nederlandsche Stoomboot-Maatschappij N.V. met de oprichting van N.V. Nationaal Bezit van Aandelen KNSM, de aandelen van de werkmaatschappij (KNSM) zijn nadien ook nog gecertificeerd, zie voor een gedetailleerde weergave van de zeer gecompliceerde constructie bij de KNSM, VU-rapport 1969, bijlage XIII (KNSM is thans een dochtermaatschappij van Nedlloyd).

III. KORT OVERZICHT

werkmaatschappij, die als bestuurders van de houdstermaatschappij de zeggenschap uitoefenen in de werkmaatschappij en als zodanig zichzelf déchargeren^{*56}. Met deze constructie wordt beoogd de aandeelhouders van de houdstermaatschappij geen invloed te geven op de gang van zaken binnen de werkmaatschappij. Hier ligt echter ook de zwakte van de constructie, immers, zoals Van der Grinten^{*57} terecht heeft opgemerkt 'het maakt voor de uiteindelijke machtsverhouding geen verschil van betekenis of de aandelen van de gemeenschappelijk bezitmaatschappij door het publiek worden gehouden. De gemeenschappelijk bezitmaatschappij is een tussenschakel. Wie de macht heeft in de tussenschakel, heeft de macht in de werkmaatschappij'. Een ander bezwaar tegen deze constructie kan gelegen zijn in het feit dat - indien geen beroep kan worden gedaan op een vrijstelling - mogelijk tweemaal kapitaalsbelasting betaald moet worden over hetzelfde in beide vennootschappen gestoken kapitaal.

Deze bezwaren kleven niet aan certificering, reden waarom certificering - en dan met name niet-royeerbare certificaten - een hogere vlucht heeft genomen dan de nationaal of gemeenschappelijk bezit-constructie. Desalniettemin is deze constructie in het verleden - al dan niet in combinatie met een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en/of commissarissen - nogal eens geïntroduceerd wanneer reeds aanwezige oligarchische regelingen (b.v. stemrechtbeperking of quorum en gekwalificeerde meerderheid) een hindernis vormden voor het toepassen van andere beschermingsmiddelen^{*58}.

Hoe dit ook zij, de commissie Hellema^{*59} constateerde 'dat deze vormen (het nationaal bezit van aandelen e.d.), hoe belangwekkend ook uit het oogpunt van de ontwikkelingsgang van de beperking van de medezeggenschap van aandeelhouders, tegenwoordig (1956) nauwelijks meer worden gekozen'. Redenen waarom de commissie er kort over is.

De in deze en de vorige paragraaf besproken constructies hebben gemeen dat de zeggenschapsrechten van de kapitaalverschaffer worden uitgescha-

56) Het verschil met certificering is hierin gelegen dat in dat geval de zeggenschap wordt uitgeoefend door het bestuur van het AK. Indien het bestuur van het AK alleen gevormd wordt door het bestuur van de naamloze vennootschap bestaat uiteraard geen feitelijk verschil tussen beide constructies. De VvdE stelt echter eisen aan de samenstelling (onafhankelijkheid) van het bestuur van het AK.

57) Van der Grinten, W C L, De regels van het spel, NV 38, blz 173 rechterkolom, Polak, blz 137, sprak reeds van een verplaatsing van de moeilijkheden.

58) Zie in dit verband Heerding, A, Geschiedenis van de N V Philips' Gloeilampen-fabrieken omtrent de oprichting in 1920 van N V Gemeenschappelijk Bezit van Aandelen Philips' Gloeilampenfabrieken.

59) Rapport Commissie Hellema, blz. 21. Zie ook Haardt, W L, De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz 88, linker kolom.

keld en overgaan op een andere rechtspersoon. Bij certificering kunnen de zeggenschapsrechten voor de kapitaalverschaffer hersteld worden door royerering van de certificaten. Dit is mogelijk bij (beperkt) royeerbare certificaten. Bij niet-royeerbare certificaten is dit niet mogelijk, reden waarom deze, zoals hiervoor vermeld, aan ernstige kritiek onderhevig zijn. Bij de nationaal en gemeenschappelijk bezit-constructie kan gesteld worden dat de kapitaalverschaffer in ieder geval als aandeelhouder zeggenschap houdt in de houdstermaatschappij, die - al dan niet beperkt door oligarchische regelingen - op haar beurt als aandeelhoudster zeggenschap houdt in de werkmaatschappij. Voor beide constructies geldt dat de aandeelhouders op enig tijdstip van het bestaan van de naamloze vennootschap hebben meegewerkt aan het tot stand komen van de constructie.

In het begin van de zestiger jaren is echter een constructie toegepast, waarbij de kapitaalverschaffers/aandeelhouders - zonder daarbij zelf ook maar enige invloed te hebben kunnen uitoefenen - van elke zeggenschap werden beroofd, te weten de overdracht door het bestuur van een naamloze vennootschap van de bedrijfsuitoefening van de door de vennootschap gedreven onderneming aan een stichting. Deze figuur komt aan de orde in de volgende paragraaf.

III.3.3. Koornschoof*60

Met deze naam wordt een constructie aangeduid welke gebruikt is door De Koornschoof N.V. De constructie zag er in grote lijnen als volgt uit. Begin 1960 werd een stichting opgericht, welke tot doel had het blijvend onafhankelijk bestaan en het Nederlandse karakter van De Koornschoof N.V. (De Koornschoof) en de door haar gedreven onderneming te verzekeren. Dit doel kon bereikt worden door zelf de bedrijfsuitoefening van de onderneming van De Koornschoof uit te oefenen. Het bestuur van de stichting bestond in feite uit het bestuur en commissarissen van De Koornschoof die benoemd waren uit een bindende voordracht opgemaakt door de prioriteitsaandeelhouders (vermoedelijk bestuur en toezicht) van De Koornschoof. De aandeelhouders van De Koornschoof konden geen invloed uitoefenen op het functioneren van de stichting. Het bestuur van De Koornschoof had de bedrijfsuitoefening van de door De Koornschoof gedreven onderneming overgedragen aan de stichting, onder de verplichting voor de stichting het netto exploitatiesaldo aan De Koornschoof uit te keren. Dit was gebeurd bij een overeenkomst welke een looptijd had van dertig jaar, met automatische verlenging, en welke alleen opzegbaar was door het bestuur van de stichting (b.v. bij een gunstig bod).

Deze constructie heeft destijds in de pers, de algemene vergadering van aandeelhouders van De Koornschoof en de literatuur veel kritiek ondervonden. Van der Grinten*61, die de gehele constructie uitvoerig heeft beschreven, komt, zowel op juridische als maatschappelijke gronden, tot

60) VU-rapport 1969, blz. 13; SMO-publicatie 1971, blz. 36.

61) Van der Grinten, W.C.L., De regels van het spel, NV 38, blz. 173 e.v.

III. KORT OVERZICHT

een vernietigend oordeel, waarbij Haardt*⁶² en enkele anderen*⁶³ zich hebben aangesloten. Voorzover bekend heeft de constructie geen navolging gehad.

III.3.4. Volmachten*⁶⁴

De volmacht-constructie komt hierop neer dat aandeelhouders geattendeerd worden op de mogelijkheid dat zij een volmacht kunnen verlenen om hen ter algemene vergadering van aandeelhouders te vertegenwoordigen of dat hen verzocht wordt een dergelijke volmacht af te geven. Hiermede kan beoogd worden de betrokkenheid van aandeelhouders bij de vennootschap te vergroten ('corporate democracy'). Het kan echter ook (mede) fungeren als bescherming. Door het absenteïsme van aandeelhouders in algemene vergaderingen van aandeelhouders is - behoudens voor die besluiten waarvoor een quorum- en/of versterkte meerderheids-eis geldt - vaak maar een relatief klein aantal aandelen nodig om verzekerd te zijn van een stemmenmeerderheid in de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien volmachten zijn afgegeven is de drempel veel hoger*⁶⁵.

Het initiatief tot het aanmoedigen van het afgeven van volmachten of het vragen van volmachten kan uitgaan van het bestuur van de naamloze vennootschap, doch ook van een financiële instelling als bewaarder van de

62) Haardt, W L , De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz 88 linkerkolom

63) Beleggers Belangen, 24 oktober 1960, blz 752, Open ondernemerschap, blz 244, waar de mening naar voren wordt gebracht dat beslissingen tot overdracht of beeindiging van de onderneming voor de naamloze vennootschap van zo vitaal belang zijn, dat het aanbeveling zou verdienen in de wet vast te leggen dat deze beslissingen aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders zijn onderworpen, Bloemsma, M P , Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz 227, Cremers, blz 119, constateert dat ondanks een kennelijk dreigend bod het gekozen middel de door het vennootschapsrecht gestelde grenzen lijkt te overschrijden. Cremers zou gaarne een afwijzend oordeel van de rechter hebben gezien, met name om in EEG-verband de indruk te vermijden dat de gekozen constructie in Nederland geoorloofd zou zijn. Wel voegt hij hieraan toe dat blijkens publicaties in het FD, Wessanen in 1970 bij een beurskoers van 150% een geslaagd bod op De Koornschoof heeft gedaan van 300%, hetgeen aanmerkelijk hoger is dan waarschijnlijk het geval geweest zou zijn zonder de omstrede beschermingsconstructie. Op blz 99 in noot 3, noemt Cremers 1955 als het jaar van de Koornschoof-constructie, hetgeen een kennelijke verschriving is, gelet op de correcte weergave van de casuspositie op blz 19. De door Cremers terecht gesignaleerde toegenomen belangstelling door de VvdE werd echter niet veroorzaakt door De Koornschoof-constructie, doch door het toenemend aantal niet-roeyeerbare certificaten, zie paragraaf III 3 1

64) Cremers, blz 21, Van de Vijver, J J , Proxy solicitation, in Jurist en Bedrijf, opstellen van bedrijfsjuristen bij het 50-jarig bestaan van het Nederlands Genootschap van bedrijfsjuristen, blz 213 e v , Slagter, W J , Gebundelde acties, in Goed & Trouw, Opstellen aangeboden aan Prof Mr W C L van der Grinten, blz 235 e v , en voorts Van der Grinten, W C L , 'De aandeelhoudersvergadering en NV', in Verdam-bundel 'Uit het recht', blz 301, Maeijer, J M M , De stemovereenkomst van aandeelhouders, in 'Recht zo die gaat', opstellen aangeboden aan Mr P W van der Ploeg, blz 105

65) Zie in dit verband ook paragraaf IV 1 8 4 3 en IV 2 4 10

aandelen, een groep belanghebbende aandeelhouders of andere belanghebbenden^{*66}. De initiatiefnemers kunnen daarbij aanbieden zelf als gemachtigde op te treden of een derde aanbevelen.

In de Verenigde Staten van Amerika waar deze constructie op grote schaal wordt gebruikt - en in bepaalde gevallen voor vennootschappen met ter beurse genoteerde aandelen zelfs verplicht is - staat het bekend onder de naam 'proxy solicitation'. 'Proxy solicitation' is daar goed mogelijk omdat alle aandelen op naam luiden. Ook in een aantal Europese landen speelt 'proxy solicitation' een rol^{*67}.

In Nederland bevat noch de wet, noch de richtlijnen, noch het Fondsen-reglement van de VvdE regelen over 'proxy solicitation'. Dit is wel het geval in het ontwerp voor de vijfde EEG-Richtlijn inzake de structuur van de naamloze vennootschap^{*68}. In dit ontwerp worden in artikel 28 een aantal bijzondere voorschriften gegeven met betrekking tot 'proxy solicitation', waarvan de belangrijkste zijn:

- de volmacht kan slechts worden verleend voor een algemene vergadering; zij geldt evenwel voor een tweede vergadering indien deze dezelfde agenda heeft;
- de volmacht dient herroepelijk te zijn;
- alle aandeelhouders waarvan naam en woonplaats bekend zijn, moeten schriftelijk worden uitgenodigd volmacht te verlenen;
- het verzoek tot verlenen van volmacht dient tenminste een aantal in artikel 28 omschreven gegevens te vermelden, waaronder:
 - . het verzoek om instructies voor de uitoefening van het stemrecht ten aanzien van de verschillende onderwerpen van de agenda;
 - . de mededeling hoe de vertegenwoordiger het stemrecht zal uitoefenen, voor het geval de aandeelhouder geen instructies geeft;
- het stemrecht moet worden uitgeoefend overeenkomstig de instructies van de aandeelhouder of, indien deze geen instructies geeft, op de wijze zoals aan de aandeelhouder is medegedeeld;
- het stemrecht kan evenwel op andere wijze dan volgens de instructies van de aandeelhouder of de aan hem gedane mededeling worden uitgeoefend, wanneer zich omstandigheden voordoen die bij het geven van de instructies of bij de verzending van het verzoek tot verlening van volmacht niet bekend waren en anders de belangen van de aandeelhouder geschaad zouden kunnen worden; in dat geval geldt een mededelingsplicht aan de aandeelhouder.

Onzekerheid bestaat in hoeverre op dit moment 'proxy solicitation' in Nederland toelaatbaar is. Op een aantal vragen die bij het door aandeel-

66) Zie hierover paragraaf IV.1.8.4.3. laatste twee noten.

67) Van de Vijver, J.J., Proxy solicitation t.a.p., naar Engels recht, blz. 217, naar Frans recht, blz. 219, naar Duits recht, blz. 222.

68) Het ontwerp is bij de Raad ingediend op 9 oktober 1972; nadien is een gewijzigd ontwerp ingediend op 19 augustus 1983, Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen Nr. C 240 van 9.9.83, blz. 2.

III. KORT OVERZICHT

houders verstrekken van volmachten kunnen rijzen, luidt het antwoord eenstemmig. Van de Vijver en Slagter^{*69} geven hiervan een praktisch overzicht. Over de beantwoording van een aantal andere vragen bestaat echter onzekerheid. Slagter^{*70} noemt en behandelt naast de hoofdvraag of het vragen om een volmacht toelaatbaar is, de volgende:

- is het toelaatbaar beperkingen aan te brengen in de toelaatbaarheid van de volmacht;
- kan een volmacht verstrekt worden bij alle vennootschappen en voor alle besluiten;
- moet een onderscheid worden gemaakt tussen blanco volmachten (vrijheid voor de vertegenwoordiger om naar bevind van zaken en met inachtneming van de belangen van de volmachtgever stem uit te brengen), gerichte volmachten (met een bepaalde instructie aan de vertegenwoordiger, waarvan in beginsel niet mag worden afgeweken) en alternatieve volmachten (waarbij in het volmachtformulier verschillende keuzemogelijkheden zijn genoemd);
- welke regelingen bestaan of dienen te bestaan omtrent het verstrekken van informatie door degene, die om een volmacht vraagt, omtrent misleiding daarbij, omtrent keuzemogelijkheden, omtrent de al dan niet onherroepelijkheid, omtrent de bevoegdheid van de gevolmachtigde om naar aanleiding van de discussie ter ava af te wijken van een gerichte volmacht, en omtrent de toegang tot het adressenmateriaal ter verkrijging van volmachten;
- mag een volmacht ook verleend worden aan iemand met een tegenstrijdig belang;
- dient een beperking te worden aangebracht in de (rechts)personen, die als gevolmachtigde mogen optreden (de vennootschap zelf, de bestuurders, alleen een mede-aandeelhouder, wel of niet een bank);
- dient een regeling te worden getroffen omtrent het van te voren deponderen van volmachten;
- heeft iedere gevolmachtigde recht om een resolutie in te dienen; hoe indien dit geacht wordt buiten de vergaderorde te zijn;
- wie draagt de kosten van de volmacht;
- welke regelingen zijn wenselijk in het toekomstige recht, gelet op het gewijzigd voorstel voor een vijfde EEG-Richtlijn, in het bijzonder artikel 28.

Een veelheid van vragen. Beantwoording van deze vragen geeft tevens aan of men 'proxy solicitation' toelaatbaar acht, en zo ja, in welke vorm. Uit de antwoorden van Slagter blijkt dat hij op een aantal essentiële onderdelen van mening verschilt met Van de Vijver. Het gaat het bestek van dit korte overzicht - omtrent buiten-statutaire beschermingsconstructies - te buiten om hierop verder in te gaan.

De 'proxy solicitation' is in Nederland enkele malen gebruikt^{*71}. Het

69) Van de Vijver, J.J., Proxy solicitation, t.a.p., blz. 225 e.v.; Slagter, W.J., Gebundelde actiën, t.a.p., blz. 238 e.v.

70) Slagter, W.J., Gebundelde actiën, t.a.p., blz. 238 e.v.

71) Van de Vijver, J.J., Proxy solicitation, t.a.p., blz. 225.

betrof dan vooral actiegroepen^{*72}. Door het bestuur van een vennootschap met ter beurze genoteerde aandelen is het, voorzover mij bekend, slechts eenmaal gebruikt, en wel door Caland Holdings N.V. in 1981 in de vorm van alternatieve volmachten. Blijkens een perspublicatie^{*73} is het aantal ontvangen volmachten ver beneden de verwachting gebleven en hebben alleen de kleine aandeelhouders van het systeem gebruik gemaakt. De positieve reacties gaven de directie echter aanleiding ook het volgende jaar met het systeem door te gaan^{*74}.

III.3.5. Stemovereenkomst^{*75}

Van de stemovereenkomst zijn verschillende verschijningsvormen denkbaar. In de eerste plaats is denkbaar een stemovereenkomst door aandeelhouders met een trustee^{*76}. Een andere mogelijkheid is een constructie waarbij aandeelhouders zich jegens elkaar verbinden op de algemene vergadering van aandeelhouders te zullen stemmen overeenkomstig de meerderheidsbeslissing te nemen in een te houden voorvergadering, waarin dezelfde agendapunten worden behandeld als op de uiteindelijke algemene vergadering van aandeelhouders^{*77}.

III.4. 'Wettelijke' maatregelen

Van der Zanden^{*78} vermeldt onder deze groep:

72) Zoals b.v. Stichting Werkgroep Kairos en van Pax Christi Nederland in de algemene vergadering van aandeelhouders van N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij; zie Slagter, W.J., Gebundelde actiën, t.a.p., blz. 250.

73) FD 26 juni 1981. In 1981 was 11% van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd. Zie ook Slagter, W.J., Gebundelde actiën, t.a.p., blz. 242.

74) In 1982 was 27% van het geplaatste kapitaal ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd. Nadien heeft men geen gebruik meer gemaakt van 'proxy solicitation'.

75) Cremers, blz. 19; Brenninkmeyer, A.M., Stemovereenkomsten van aandeelhouders, prft Nijmegen 1973, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 8, nr. 66, 67 en 151; Handboek, No. 217.1. en de aldaar vermelde literatuur.

76) Een voorbeeld uit de praktijk: Verenigde Machinefabrieken N.V. - VMF - (bijlage 2, nr. 9). Door VMF werd als bescherming tegen een mogelijke overval een optie verleend aan een bevriende groep (o.l.v. Algemene Bank Nederland N.V.). Bij het uitoefenen van de optie zou een trustee het stemrecht op de aandelen gaan uitoefenen. De trustee zou zijn gehouden zich bij de uitoefening van het stemrecht te richten naar de aanwijzingen van de bevriende groep, tenzij deze instructies niet zouden stroken met het eigenlijke doel van de uitgifte van de aandelen; zie hierover FD 23 jan. 1969.

77) Zie Maeijer, J.M.M., De stemovereenkomst van aandeelhouders, in 'Recht zo die gaat', opstellen aangeboden aan Mr P.W. van der Ploeg, blz. 97.

78) Van der Zanden I, blz. 520.

III. KORT OVERZICHT

- a) de structuurregeling voor grote vennootschappen*79;
- b) het SER-besluit fusiegedragsregels 1975*80;
- c) de (komende) richtlijnen van de EG inzake het vennootschapsrecht in de Lid-Staten*81.

Aan deze groep kunnen met enige reserve nog worden toegevoegd:

- d) art. 311 WvK (nationaliteit schepen);
- e) Wet toezicht verzekeringsbedrijf;
- f) Wet toezicht kredietwezen*82;
- g) Wet economische mededinging;
- h) Wet op de ondernemingsraden (art. 26 lid 5)*83;
- i) Europees kartelrecht*84;
- j) Deviezenregelingen;
- k) Fondsenreglement;

III.5. Overige maatregelen

Tot de 'overige maatregelen' behoren*85:

- a) het manipuleren met gegevens door de directie van de bedreigde vennootschap teneinde te bereiken dat de oude aandeelhouders hun aandelen

79) Zie hierover hoofdstuk VI.

80) Vgl. Wijckerheld Bisdom, C.R.C., De toekomstige juridische status van de fusiegedragsregels, TVVS 1977, blz. 237 e.v. en Slagter, W.J., De SER-fusiegedragsregels en de beursoverval, TVVS 1978, blz. 55; Bloemarts, J.C.M.G., Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 54 e.v..

81) Zie paragraaf VIII.8.

82) Artikel 25 lid 2. Zie ook paragraaf IV.1.8.4.5.

83) Zie hierover Timmerman, L., Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, prft Utrecht, 1988, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 4, blz. 124 e.v.; Bloemarts, J.C.M.G., Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 54 e.v.; Van Gorkum, P., wijst in de Volkskrant van 1 aug. 1987 op de mogelijkheid die art. 32a van de WOR biedt, en wel het door middel van een besluit van de overnemer uitbreiden van de bevoegdheden van de ondernemingsraad. Een zodanig besluit moet schriftelijk worden vastgelegd en behoeft de instemming van de betrokken ondernemingsraad. Het besluit moet voorts schriftelijk worden medegedeeld aan de bedrijfscommissie. Het eenmaal genomen besluit kan niet zo maar weer worden ingetrokken. Daarvoor is opnieuw de instemming van de ondernemingsraad nodig.

84) Zie hierover Braakman, A.J., Europees kartelrecht als strijdmiddel bij overnames, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 854 e.v.

85) Van der Zanden I, noemt op blz. 519 de onder a en b vermelde 'wettelijke maatregelen'.

niet van de hand zullen doen (b.v. overdreven winstverwachtingen)*86;

b) het afsluiten van bepaalde lange termijn contracten (b.v. leveringscontracten)*87.

c) deelneming door bevriende aandeelhouder(s).

Van een aantal beursvennootschappen bevindt zich een pakket aandelen in vaste handen*88. Dit kan een historische achtergrond hebben*89, doch het pakket kan ook later verworven zijn. Het verwerven en aanhouden van een pakket kan mede geschieden uit een oogpunt van bescherming voor de betreffende vennootschap.

Uit de jaarverslagen van participatiemaatschappijen blijkt dat zij ook wel deelnemen in Nederlandse beursvennootschappen*90. Een aantal institutionele beleggers heeft eveneens een deel van zijn portefeuille belegt in aandelen van Nederlandse beursvennootschappen*91. In deze gevallen beschikt de institutionele belegger doorgaans over tenminste een 5%-deelneming in verband met de aan een dergelijk pakket verbonden fiscale faciliteiten (deelnemingsvrijstelling). In sommige gevallen kan met de belegger omtrent de deelneming een lange termijn afspraak worden gemaakt*92.

86) Van der Zanden I, blz. 520, constateert dat hiertegen in het buitenland maatregelen zijn genomen (verklaring accountant) en dat deze manipulaties unaniem van de hand worden gewezen. Dit middel vertoont tot op zekere hoogte verwantschap met de stelling dat het invoeren van beschermingsmiddelen tegen overvallen blijf geeft van de opvatting van bestuur en commissarissen dat de naamloze vennootschap onder hun leiding het beste tot bloei kan komen. Zie in deze zin Ram, Th.M., in FD 17 jan. 1968.

87) Dit middel is reeds genoemd door Polak, blz. 45, 104 en 110; zie ook paragraaf III.5.f.

88) Het FD publiceert jaarlijks een overzicht met eigendomsverhoudingen en andere bijzonderheden van o.a. beursvennootschappen, waaruit de deelnemingen blijken.

89) Zoals b.v. bij Smit Internationale N.V., waarvan 40% van het geplaatste kapitaal wordt gehouden door Koninklijke Nedlloyd Groep N.V. en 40% door Vigilanter Holding N.V. (beide ook beursvennootschappen).

90) Zoals b.v. blijkt uit het jaarverslag 1987 van de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V. (NPM), welke vennootschap zelf ook ter beurse is genoteerd. In genoemd jaarverslag schrijft de NPM omtrent beschermingsconstructies o.a. het volgende: 'NPM heeft als beleid dat zij als participant slechts toe- en uittreedt na goed overleg met directies en commissarissen van de betreffende vennootschap. In dit beleid past dat NPM in voorkomende gevallen in principe haar medewerking verleent aan het beschermen van de vennootschap tegen niet minnelijke overnemingen'.

91) Zie hierover FEM, aug. 1988, blz. 50 en 51.

92) Zoals b.v. kennelijk tussen Reesink N.V. en Nationale Nederlanden N.V.; zie bijlage 2, nr. 42.

d) wederzijdse deelneming.

Bij deze constructie nemen twee naamloze vennootschappen deel in elkaars kapitaal. Francissen en Jansen^{*93} constateren dat wederzijdse deelnemingen in Nederland weinig voorkomen. Van den Hoek^{*94} wijst op het feit dat de wederzijdse deelnemingen formeel beschouwd risicodragend zijn, omdat van echt aandeelhouderschap sprake is, doch naarmate de deelnemingen procentsgewijs belangrijker zijn leidt emissie er slechts toe dat de emitterende vennootschap indirect zelf het risico van de stortingen loopt. De mogelijkheden voor een wederzijdse deelneming worden beperkt door de bepalingen van art. 98 en art. 98d.^{*95};

e) onderling beschermingsaccord.

Hieronder wordt verstaan een overeenkomst tussen twee of meer naamloze vennootschappen om in elkaars kapitaal deel te nemen indien dit als bescherming tegen een overval of onvriendelijke overname noodzakelijk mocht zijn. Alszodanig is het nauw verwant met - en in feite een voorloper van - de hiervoor besproken wederzijdse deelneming^{*96};

f) annuleringsclausules in overeenkomsten.

De oorsprong van deze constructie ligt in de Verenigde Staten van Amerika^{*97}, en bestaat hieruit, dat in verschillende financieringsovereenkomsten, liquidatieovereenkomsten en andere voor de bedrijfsvoering van de vennootschap van vitaal belang zijnde overeenkomsten clausules worden opgenomen met de strekking dat de desbetreffende overeenkomst opgezegd kan worden indien bij de vennootschap tegen de zin van het zittende bestuur de zeggenschap in andere handen (overvaller of onvriendelijke overnemer) overgaat.

In theorie kan van die clausules een zeker afschrikkingseffect op een overvaller uitgaan. De vraag is echter hoe groot dat effect is. In de eerste plaats is het uiteraard de vraag of de banken, respectievelijk de wederpartij, van de hun gegeven mogelijkheid bij een wisseling van de zeggenschap gebruik zullen maken. In de tweede plaats is het de vraag wat de gevolgen zullen zijn indien zij van die mogelijkheid gebruik maken. Voor een overvaller die asset-stripping in de zin heeft, zou annulering van bepaalde overeenkomsten wel eens precies de bedoeling kunnen zijn.

93) Francissen en Jansen, blz. 102. Voorbeelden uit de praktijk zijn N.V. Centrale Suiker Maatschappij, Meneba N.V. en Gist-Brocades N.V. (bijlage 2, nr. 21) en Amfas Groep N.V. en Phs. van Ommeren N.V. (bijlage 2, nr. 26).

94) Van den Hoek, P.C., 'Oneigenlijk' gebruik van emissiebevoegdheid door besturen van naamloze vennootschappen, blz. 32.

95) Zie hierover paragraaf V.3.4.8. en V.4.4.8.

96) Voorbeelden uit de praktijk zijn KNSM Group N.V. en Amstini B.V. (bijlage 2, nr. 22); Perscombinatie en Wegener's Couranten Concern N.V. (thans Wegener Tijl N.V.), FD 6 juni 1985.

97) Zie par. VIII.2.4.4.f.

Overigens is naar aanleiding van een aantal geruchtmakende overnemingen - van met name onroerend goed maatschappijen - van verschillende zijden*⁹⁸ verscheidene malen de opmerking gemaakt dat de beste bescherming voor een vennootschap gelegen is in een goede voorlichting aan de aandeelhouders en een aanvaardbare dividendpolitiek. Het na W.O. II op grote schaal toegepaste systeem van interne financiering*⁹⁹ en het daaruit voortvloeiende matige tot lage dividend, gekoppeld aan een beperkte tot slechte verslaggeving, heeft in een aantal gevallen geleid tot een beurskoers welke soms aanzienlijk beneden de intrinsieke waarde lag. Een relatief lage beurswaarde maakte dergelijke vennootschappen tot een aantrekkelijke prooi voor op snelle en grote winsten beluste overnemers. Anders zou dit wellicht geweest zijn indien het bestuur gezorgd zou hebben voor een goede voorlichting aan aandeelhouders in de vorm van verantwoorde jaarverslagen, jaarrekeningen, en tevens voor een redelijk rendement*¹⁰⁰. Op basis hiervan zou dan waarschijnlijk een beurskoers ontstaan zijn, waarin een reële waardering van het aandeel tot uiting zou zijn gekomen, en welke de vennootschap naar alle waarschijnlijkheid minder aantrekkelijk zou hebben gemaakt voor de overnemers die later in bepaalde gevallen alom bekendheid kregen onder de naam 'asset-strippers'.

In een betere voorlichting is inmiddels voor een deel voorzien door het nieuwe jaarrekeningenrecht*¹⁰¹. Het andere deel, tezamen met het niet in een wettelijk kader te vatten rendement, behoort tot een goede uitoefening van de bestuurstaak.

Dat een goede voorlichting slechts beperkte waarde heeft behoeft nauwelijks nader betoog. Behalve een lage beurswaarde kan een potentiële overvaller of overnemer ook andere motieven hebben (b.v. groei, uitbreiding artikelenpakket, mededingingspositie)*¹⁰².

98) In zijn algemeenheid is op dit punt reeds gewezen door Polak, blz. 140 e.v. en 159 e.v.; Zie ook Kamphuisen, P.W., Het oligarchisch karakter der naamloze vennootschap, NV 30, blz. 200 rechterkolom; Haardt, W.L., De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz. 88 rechterkolom; Schut, blz. 18 e.v.; Hellema, H.J., V.M.F. verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz. 25 linkerkolom; Van der Zanden II, blz. 541.

99) Zie De hervorming van de onderneming, blz. 22 e.v. en de daar aangehaalde literatuur.

100) Schut, blz. 16, spreekt in dit verband over preventieve beveiligingen, welke naar zijn mening doorgaans meer effect sorteren dan repressieve. Een variant hierop is een verdeling in preventieve maatregelen en correctieve maatregelen; zie hierover paragraaf III.1.

101) 1971: Wet op de jaarrekeningen van ondernemingen (wet van 10 september 1970, Stb. 414 in werking getreden 1 mei 1971); 1984: Titel 8 Boek 2 van het B.W., De jaarrekening en het jaarverslag (wet van 7 december 1983 Stb. 663, in werking getreden 1 januari 1984).

102) Zie voor motieven voor fusies en overnemingen o.a. Fusies, een terreinverkenning, publicatie van de Stichting Maatschappij en Onderneming, 1970, blz. 11.

III. KORT OVERZICHT

Zoals reeds is opgemerkt, is het aantal overnamebiedingen sinds de zestiger jaren belangrijk toegenomen. Daarbij treedt bij tijd en wijle een zekere verruwing op ten aanzien van de wijze waarop. Het behoeft dan ook geen verwondering te wekken dat de hiervoor beschreven beschermingsmiddelen en -constructies niet alleen door meer vennootschappen zijn toegepast, doch ook dat meer vennootschappen, toen bleek dat het hebben van één of een beperkt aantal beschermingsmiddelen of -constructies niet voldoende was om een overvaller of onvriendelijke overnemer af te schrikken, meerdere beschermingsmiddelen en -constructies zijn gaan gebruiken. Dit nam een dusdanige vlucht dat de VvdE is gaan spreken van een ongewenste cumulatie*103.

103) Zie hierover hoofdstuk IX.3.1.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

IV.1. Beperking bevoegdheden algemene vergadering van aandeelhouders

Beschermingsmiddelen die erop gericht zijn de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken (de zgn. oligarchische regelingen).

IV.1.1. Prioriteitsaandelen*1

IV.1.1.1. Wettelijke bepalingen en richtlijnen

Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden (art. 92 lid 1). In paragraaf 28 van de Richtlijnen 1986 wordt bepaald dat het geoorloofd is statutair te bepalen dat aan zekere aandelen (prioriteitsaandelen) bepaalde machtsrechten zullen zijn verbonden die nauwkeurig in de statuten moeten zijn omschreven. Zij mogen niet van zodanige aard zijn dat diensgevolge een vennootschapsorgaan niet meer in staat is zijn taak, voor zover die niet aan anderen kan worden opgedragen, te vervullen. Tegen verschillende soorten prioriteitsaandelen in één vennootschap bestaat geen bezwaar, aldus de richtlijnen.

Aanvankelijk werden deze aandelen preferente aandelen genoemd, doch thans is de gebruikelijke benaming prioriteitsaandelen. Het is echter ook mogelijk aan deze aandelen een andere naam te geven, zoals bijv. aandelen A, mits zij maar niet preferente aandelen worden genoemd*2.

1) Handboek, No. 187.1; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 92, aant. 4; Westbroek, W., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 17; Slagter, blz. 202 en 203; Maeijer, blz. 60 en 126 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 109 en 163; Sanders-Westbroek, blz. 97 e.v., 203 en 204; Polak, blz. 62 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., Prioriteitsrechten, NV 25, blz. 61 e.v.; Prioriteitsaandelen, NV 39, blz. 152; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 134; Cremers, Prioriteitsaandelen; Francissen en Jansen, blz. 44 e.v. en 88; Roos, P., Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 240.

2) Richtlijnen 1986, Paragraaf 28, bepalen dat het niet is toegestaan prioriteitsaandelen statutair aan te duiden als preferente aandelen, ook niet wanneer zij preferent zijn. Iedere andere aanduiding, mits niet misleidend, is toegestaan.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

IV.1.1.2. Belangrijkste prioriteitsrechten

Met de aan prioriteitsaandelen verbonden machtsrechten (prioriteitsrechten) kunnen - voorzover de wet dit toelaat - de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders worden beperkt. In een aantal gevallen laat de wet toe dat in beginsel aan de algemene vergadering van aandeelhouders toekomende bevoegdheden aan een ander vennootschapsorgaan worden gegeven. In die gevallen, waarin de wet dit niet toestaat, is het doorgaans mogelijk de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken door haar besluiten te onderwerpen aan een voorstel of goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan. In andere gevallen is het mogelijk te bepalen, dat, voor bepaalde besluiten waarvoor in de statuten een versterkte meerderheids- of quorum-eis wordt gesteld, deze eis niet geldt, indien het voorstel voor het besluit door een vennootschapsorgaan wordt gedaan. Als vennootschapsorgaan om bedoelde rechten uit te oefenen, dan wel voorstellen te doen of goedkeuringen te geven, is de vergadering van houders van prioriteitsaandelen (de prioriteit) bij uitstek geschikt. De prioriteitsaandelen behoren, tezamen met de daarmede veelal verbonden bindende voordracht, de versterkte meerderheid/quorum en de stemrechtbeperking, tot de klassieke beschermingsmiddelen. Prioriteitsaandelen zijn voor het eerst gecreëerd in 1898 bij de statutenwijziging van de Koninklijke Nederlandsche Maatschappij tot Exploitatie van Petroleumbronnen in Nederlandsch-Indië. Aan de prioriteitsaandelen - toen nog preferente aandelen genoemd - waren rechten verbonden met betrekking tot de bestuursbenoemingen, terwijl de statuten niet gewijzigd konden worden zonder goedkeuring van de prioriteitsaandelen*³.

Het is niet noodzakelijk dat 'prioriteitsrechten' altijd aan aandelen zijn verbonden. Zij kunnen ook worden gegeven aan bijv. prioriteitsbewijzen. Prioriteitsbewijzen vertegenwoordigen echter geen aandeel in het kapitaal van de vennootschap en zijn ook geen vennootschapsorgaan in de zin van de richtlijnen*⁴.

Nagenoeg hetzelfde effect als met prioriteitsaandelen, die zijn ondergebracht in een stichting, waarvan het bestuur bestaat uit het bestuur en de leden van de raad van commissarissen van de vennootschap, kan bereikt worden door bepaalde besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders afhankelijk te maken van een voorstel of te onderwerpen aan de goedkeuring van de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen*⁵. In de statuten dient een regeling opgenomen te worden omtrent de wijze van stemmen in de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen. Bij een gecombineerde vergadering is het echter niet mogelijk derden bij de besluitvorming te betrekken, hetgeen wel kan bij de stichting door naast het bestuur en de

3) Zie hierover Cremers, blz. 31 e.v.; zie ook paragraaf IV.1.3.2.

4) Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

5) Deze gecombineerde vergadering is een vennootschapsorgaan in de zin van de richtlijnen; zie Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

leden van de raad van commissarissen van de vennootschap derden in het bestuur te benoemen.

Cremers*⁶ noemt als belangrijkste prioriteitsrechten:

1. bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen*⁷;
2. schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen;
3. statutenwijziging en ontbinding;
4. emissie van aandelen.

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat prioriteitsrechten bij ter beurze genoteerde vennootschappen ook een belangrijke rol spelen bij:

5. het vaststellen van het aantal directeuren en commissarissen;
6. het vaststellen van de bezoldiging van directeuren en commissarissen;
7. het vormen van reserves.

Al deze rechten, welke aan de prioriteit kunnen worden gegeven, zullen aan de orde komen in de volgende paragrafen van dit hoofdstuk. Door Cremers*⁸, Francissen en Jansen*⁹ en Francken*¹⁰ is reeds uitvoerig onderzoek gedaan naar de andere rechten welke in de vennootschapspraktijk nog aan prioriteitsaandelen worden gegeven, reden waarom hiernaar door mij niet nogmaals een onderzoek is gedaan.

IV.1.1.3. Prioriteitsaandelen en structuurvennootschappen

De wet houdende voorzieningen met betrekking tot de structuur van de naamloze en besloten vennootschap (structuurwet)*¹¹ heeft een aantal oligarchische trekken, hetgeen blijkt uit de regelingen van de coöptatie van commissarissen, de vaststelling jaarrekening en benoeming van bestuurders door commissarissen, de schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen*¹².

In een vennootschap waarop het volledige structurregime van toepassing is, is geen plaats meer voor benoemingen van bestuurders en commissarissen uit een bindende voordracht, terwijl hun schorsing en ontslag nagevoeg geheel aan de invloedssfeer van de algemene vergadering van aandeelhouders zijn onttrokken. Statutenwijzigingen, waarbij het structurregime komt te vervallen, kunnen afhankelijk gesteld worden van een voorstel of

6) Cremers, blz. 37 e.v.

7) De ontwikkeling van dit recht en prioriteitsaandelen zijn nauw met elkaar verbonden; zie hierover paragraaf IV.1.3.2.

8) Cremers, blz. 77 e.v.

9) Francissen en Jansen, blz. 44 e.v.

10) Francken, blz. 43 en 47.

11) Wet van 6 mei 1971, Stb. 289, in werking getreden op 1 juli 1971.

12) Zie hierover paragraaf VI.1.

goedkeuring van bestuur en/of commissarissen^{*13}. Op grond hiervan is in de literatuur wel gesteld dat bij structuurvennootschappen prioriteitsaandelen geen reële functie meer vervullen^{*14}. Bij de invoering van de structuurbepalingen in hun statuten heeft een aantal vennootschappen het instituut van prioriteitsaandelen ook laten vervallen^{*15}. Bij het aanscherpen van de beveiliging - of wellicht ook om andere redenen - hebben enkele van deze vennootschappen nadien wederom prioriteitsaandelen ingevoerd^{*16}. Voor het aantal structuurvennootschappen dat thans prioriteitsaandelen kent zie de resultaten van het statutenonderzoek in paragraaf IV.1.1.5.

IV.1.1.4. Houders van prioriteitsaandelen

Aanvankelijk werden de prioriteitsaandelen gehouden door leden van de raad van commissarissen en/of bestuurders (dikwijls met een verplichting om houder te blijven van een of meer prioriteitsaandelen en een daarmee corresponderende verplichting voor aftredende commissarissen en bestuurders om de door hen gehouden prioriteitsaandelen aan opvolgers over te dragen - kwaliteitseis). Thans^{*17} worden prioriteitsaandelen doorgaans gehouden door een afzonderlijk lichaam, en dan met name door een stichting^{*18}. Het bestuur van de stichting bestaat dan vaak uit de

13) Zie hierover paragraaf VI 4 1 Ad 1 en VI 5 ad b

14) Cremers, blz 155, is van mening dat prioriteitsaandelen in structuurvennootschappen geen bestaansgrond meer hebben. Hij zou het geen verlies vinden als prioriteitsaandelen bij deze vennootschappen verboden zouden worden en bepleit de mogelijkheid van invoering van voorwaardelijke prioriteitsaandelen, d.w.z. aan bepaalde aandelen worden prioriteitsrechten (en dan met name het recht voor het opmaken van een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders) toegekend voor het geval de structuurregeling komt te vervallen. Francken, blz. 47, concludeert mede op grond van het door hem ingestelde onderzoek, dat in structuurvennootschappen prioriteitsaandelen zonder enig bezwaar kunnen worden gemist, zie ook Maeijer, J.M.M., Verdeling van bevoegdheden, in De nieuwe structuur, blz 17, Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art 158, aant 9

15) Francken, blz 43, vermeldt als zodanig o.a. Wegener's Couranten Concern N.V. en KONINKLIJKE NIJVERDAL TEN CATE N.V. Hier en in het vervolg van dit boek zijn de namen van de vennootschappen geschreven op dezelfde wijze (hoofdletters, kleine letters en leestekens) zoals zij geschreven zijn in de notariële akte van oprichting of laatste statutenwijziging van 1 januari 1988, of eerder

16) O.a. Wegener's Couranten Concern N.V. (thans Wegener Tijl N.V.)

17) Mede naar aanleiding van het artikel van Kamphuisen, P.W., 'Over prioriteitsaandelen en de wijze om deze in de hand te houden', in NV 29, blz 81, zie ook statutenonderzoek FD 24 okt 1962

18) Tot 1971 was in vele gevallen onbekend door wie de prioriteitsaandelen werden gehouden. Bij het in werking treden van de Wet op de jaarrekening - thans in gewijzigde vorm opgenomen als Titel 8 van boek 2 B.W. - kwam er een verplichting tot het openbaar maken van de namen van de houders van prioriteitsaandelen. Zie art 392, eerste lid onder e en lid 3, alsmede art 394 voor het depot

leden van de raad van commissarissen al dan niet tezamen met leden van de raad van bestuur en in sommige gevallen aangevuld met derden^{*19}. Het komt ook voor dat prioriteitsaandelen door derden worden gehouden of dat derden de bevoegdheid hebben bestuursleden in de stichting, die de prioriteitsaandelen houdt, te benoemen. Beschikken derden over een stemmenmeerderheid in de vergadering van prioriteitsaandelen of in het bestuur van de stichting, dan hebben zij daarmee doorgaans een belangrijke zeggenschap in de vennootschap^{*20}. Deze zich dikwijls in vaste handen bevindende zeggenschap kan ook functioneren als een beschermingsmiddel tegen overvallen of onvriendelijke overnemingen.

IV.1.1.5. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van prioriteitsaandelen of andere soorten van aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden het volgende resultaat opgeleverd:

1. Vennootschappen met prioriteitsaandelen of andere soorten van aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden.

	totaal aantal onderzochte statuten	prioriteitsaandelen/-rechten	
		aantal	%
officiële markt	193	101	52,3 ^{*21}
parallel-markt	44	25	56,8
totaal	237	126	53,2

Van de in totaal 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met verander-

19) De VvdE stelt bepaalde eisen aan de samenstelling van (verdeling van de stemmen in) het bestuur van de stichting en indien de prioriteitsaandelen worden gehouden door het bestuur aan de verdeling van het aantal prioriteitsaandelen over bestuurders en anderen; zie ook bijlage X bij het Fondsenreglement (art. 10), in welke bijlage bovendien wordt voorgeschreven de publicatie van de namen en de functies van de natuurlijke personen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de wijze waarop van het aan de prioriteitsaandelen toekomende stemrecht gebruik gemaakt wordt (art. 9). Op deze bijlage en de in werkingtreding daarvan wordt nader ingegaan in paragraaf IX.4.

20) Zoals bijv. de Staat der Nederlanden bij de Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.; zie Memorie van Toelichting wetsontwerp Machtiging tot uitbreiding van deelneming in de N.V. Koninklijke Luchtvaart Maatschappij, Kamerstukken Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 1985-1986, Nr. 19421, blz. 2.

21) Hier en in het vervolg van dit boek zijn de percentages steeds naar boven en beneden afgerond tot één decimaal.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

lijk kapitaal (bmvk). Van deze 31 bmvk's hebben 21 vennootschappen (67,7%) prioriteitsaandelen of andere soorten van aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden. Laten wij deze bmvk's buiten beschouwing dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	aantal onderzochte statuten	prioriteitsaandelen/-rechten	
		aantal	%
officiële markt	163	80	49,1
parallel- markt	43	25	58,1
totaal	206	105	51,0

2. Vennootschappen met prioriteitsaandelen/-rechten gesplitst naar structuurvennootschappen met het volledige regime en beperkte regime en vennootschappen van het gewone model.

	vennootschap- pen met prioriteits- aandelen/ -rechten	volledige structuur		beperkte structuur		geen structuur	
		aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%
officiële markt	101	39	38,6	1	1,0	61	60,4
parallel- markt	25	4	16,0	-	-	21	84,0
totaal	126	43	34,1	1	0,8	82	65,1

Opmerkingen:

- a. Van de in totaal 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, zijn:
 - 101 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime en 3 vennootschappen een structuurvennootschap met het beperkte regime. Van deze 101 volledige structuurvennootschappen hebben 43 vennootschappen (42,6%) prioriteitsaandelen of andere soorten van aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden en van de 3 beperkte structuurvennootschappen 1 vennootschap (33,3%);
 - 133 vennootschappen een vennootschap van het gewone model. Van deze 133 vennootschappen hebben 82 (61,7%) vennootschappen prioriteitsaandelen of andere soorten van aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden.
- b. Alle prioriteitsaandelen staan op naam. In een aantal gevallen is de overdracht onderworpen aan een blokkadebepaling. Deze en soortgelijke

bepalingen kunnen voor een deel hun belang verloren hebben indien de prioriteitsaandelen worden gehouden door een stichting*22.

- c. Bij 8 vennootschappen van het gewone model zijn 'prioriteitsrechten' aangetroffen bij aandelen met een andere naam dan prioriteitsaandelen (aandelen 1 t/m 2400, aande(e)l(en) A, aandeel A1, A2, en B en preferente aandelen). Bij 2 van deze vennootschappen luiden de aandelen waaraan de 'prioriteitsrechten' verbonden zijn aan toonder! Deze aandelen met 'prioriteitsrechten' en de onder de volgende letter te noemen prioriteitsbewijzen zijn verwerkt in de hiervoor vermelde schema's.
- d. Bij 1 vennootschap zijn prioriteitsbewijzen aangetroffen, waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden.
 Ingenieursbureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V.
 Door de vennootschap worden twaalf prioriteitsbewijzen uitgegeven.
 Deze luiden op naam, hebben geen nominale waarde, zijn doorlopend genummerd van 1 af en delen niet in winst of in liquidatiesaldo.

 (art. 11 lid 1)
- e. Als 'prioriteitsrechten' is niet aangemerkt het recht dat aan sommige aandelen van een bijzondere soort (doorgaans preferente aandelen) is toegekend tot goedkeuring van een statutenwijziging indien de statutenwijziging een wijziging inhoudt van de rechten van de houders van de aandelen van die soort.
- f. Bij enkele vennootschappen zijn oprichtersbewijzen, winstbewijzen, etc. aangetroffen, doch hieraan zijn geen andere rechten dan een aandeel in de (over)winst verbonden.

IV.1.2. Rechtshandelingen van artikel 94*23

IV.1.2.1. Wettelijke bepalingen

In art. 93 lid 1 wordt bepaald dat uit rechtshandelingen, verricht namens een op te richten naamloze vennootschap, slechts rechten en verplichtingen voor de vennootschap ontstaan:

- a. wanneer de rechtshandelingen door de vennootschap na de oprichting uitdrukkelijk of stilzwijgend worden bekrachtigd, of
- b. wanneer er door de oprichters een 'directe binding' met de vennoot-

22) In de statuten van de vennootschap of de stichting wordt dikwijls de beschikkingsbevoegdheid van het bestuur ten aanzien van het prioriteitsaandeel aan banden gelegd (vervreemding alleen mogelijk aan de vennootschap).

23) Handboek, No. 138; Boukema, C.A., Rechtspersonen, art. 94, in het bijzonder aant. 3; Sanders-Westbroek, par. 1.9.; Boelens, blz. 134; Buijn, blz. 189 e.v..

schap tot stand wordt gebracht*²⁴.

De rechtshandelingen die niet behoeven te worden bekrachtigd, doch een 'directe binding' tot stand brengen, zijn volgens lid 4 van art. 93:

- uitgifte van aandelen;
- het aanvaarden van stortingen daarop;
- het aanstellen van bestuurders;
- het benoemen van commissarissen;
- het verrichten van rechtshandelingen als bedoeld in artikel 94 lid 1.

In art. 94 lid 1 wordt een aantal rechtshandelingen genoemd die invloed kunnen hebben op de realiteit van het door inbreng bijeengebrachte vermogen van de vennootschap. Deze rechtshandelingen, die ook wel worden aangeduid als 'bezwarende rechtshandelingen' zijn:

Rechtshandelingen:

- a. in verband met het nemen van aandelen waarbij bijzondere verplichtingen op de naamloze vennootschap worden gelegd,
 - b. rakende het verkrijgen van aandelen op andere voet dan waarop de deelneming in de naamloze vennootschap voor het publiek wordt opengesteld,
 - c. strekkende om enigerlei voordeel te verzekeren aan een oprichter der naamloze vennootschap of aan een bij de oprichting betrokken derde,
 - d. betreffende inbreng op aandelen anders dan in geld.
- (artikel 94 lid 1)

Deze 'bezwarende rechtshandelingen' moeten in haar geheel worden opgenomen in de akte van oprichting of in een geschrift dat daaraan in origineel of in authentiek afschrift wordt gehecht en waarnaar de akte van oprichting verwijst.

Na de oprichting kunnen 'bezwarende rechtshandelingen' zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders slechts worden verricht, indien en voor zover aan het bestuur de bevoegdheid daartoe uitdrukkelijk bij de statuten is verleend (art. 94 lid 2).

Het na de oprichting aangaan van de 'bezwarende rechtshandelingen' behoort dus niet tot de algemene bestuurstaak*²⁵. In beginsel is goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist. Deze bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders kan worden beperkt met behulp van een oligarchische clausule, waarbij het bestuur de bevoegdheid krijgt zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene ver-

24) Volgens de wetgever wordt een 'directe binding' tot stand gebracht bij 'rechtshandelingen die zo wezenlijk zijn voor de opzet van de vennootschap dat de oprichters hiertoe bevoegd moeten worden geacht' (Tweede Kamer der Staten-Generaal, zitting 1979-1980, 15304, Aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, Memorie van Antwoord, blz. 18.).

25) Het is een van de weinige wettelijke beperkingen van de bevoegdheid van het bestuur. Zie hierover Handboek, No. 235.1.

gadering van aandeelhouders 'bezwarende rechtshandelingen' aan te gaan. Het aangaan van 'bezwarende rechtshandelingen' behoort dan wel tot de bestuurstaak. Is de bevoegdheid tot het aangaan van 'bezwarende rechtshandelingen' aan het bestuur verleend, dan kan het bestuur besluiten dienaangaande van de algemene vergadering van aandeelhouders naast zich neerleggen. Indien deze bevoegdheid niet aan het bestuur is verleend, zal het bestuur de besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders in beginsel moeten uitvoeren^{*26}. De statuten kunnen de aan het bestuur gegeven bevoegdheid onderwerpen aan een voorstel of een (voorafgaande) goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

De oorspronkelijke bedoeling van de wetgever met betrekking tot de voorlopers van art. 94 (art. 40a en 40b WvK) is geweest openbaarheid van de in dat artikel genoemde rechtshandelingen, en dan met name ten aanzien van de inbreng anders dan in geld (inbreng in natura - art. 94 lid 1 letter d). Deze regeling is thans minder van belang gelet op de extra waarborgen die de wet sedert de Aanpassingswet tweede richtlijn^{*27} bevat met betrekking tot inbreng in natura^{*28}. De overige rechtshandelingen komen, voor zover mij bekend, slechts bij hoge uitzondering voor.

Als beschermingsmiddel tegen een overval of een onvriendelijke overname kan de hiervoor vermelde oligarchische clausule echter wel van belang zijn met name ten aanzien van de bevoegdheid van het bestuur tot uitgifte van aandelen tegen inbreng in natura^{*29}. Hierbij kan niet alleen aan een gewone uitgifte van aandelen tegen inbreng in natura gedacht worden, maar ook aan de uitgifte van aandelen aan een 'white knight' tegen inbreng van aandelen van een dochtervennootschap van de 'white knight' of aan een wederzijdse deelneming^{*30}.

26) Boukema, C.A., Rechtspersonen, artikel 94, aant. 3.

27) Wet van 15 mei 1981, Stb. 332, tot aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht, in werking getreden op 13 september 1981.

28) De art. 94a en 94b.

29) In aug. 1975 stelde N.V. Centrale Suiker Maatschappij (CSM) een statutenwijziging voor, waarbij o.a. de verplichting om ingevolge het bepaalde in art. 40b jo. 40a WvK (thans art. 94) de toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders te verkrijgen ingeval op de aandelen zou worden gestort op andere wijze dan door betaling van Nederlands wettig betaalmiddel, zou komen te vervallen. De Coöperatieve Vereniging "Suiker Unie" U.A., groot aandeelhouder/certificaathouder van CSM ($\pm 45\%$), kon in dit voorstel tot statutenwijziging niets anders zien dan een beveiligingsconstructie en voerde in de op 15 sept. 1975 gehouden algemene vergadering van aandeelhouders tevergeefs heftige oppositie tegen het voorstel. Het voorstel tot statutenwijziging werd aangenomen met behulp van de stemmen van het administratiekantoor.

30) Zie paragraaf III.5. letter c.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

IV.1.2.2. Statutenonderzoek

Bij het statutenonderzoek is met betrekking tot 'bezwarende rechtshandelingen' onderscheid gemaakt tussen vennootschappen die in hun statuten hebben bepaald dat het bestuur bevoegd is:

- a. tot alle 'bezwarende rechtshandelingen' (conform de tekst van de wet (1)), en
 - b. tot een aantal, doch niet alle 'bezwarende rechtshandelingen' of een afwijkende formulering gebruiken (een van de wet afwijkende tekst (2)).
- Onder (3) worden van (1) en (2) totaal cijfers en percentages gegeven.

1.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij het bestuur bevoegd is tot 'bezwarende rechtshandelingen' - conform de tekst van de wet	
		aantal	%
officiële markt	193	137	71,0
parallel-markt	44	28	63,6
totaal	237	165	69,6

Batenburg Beheer N.V.

Tot het verrichten van rechtshandelingen als bedoeld in artikel 94 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is de directie zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd. (art. 5 lid 9)

2.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij het bestuur bevoegd is tot 'bezwarende rechtshandelingen' - doch met een van de wet afwijkende tekst (afwijkende formulering of niet alle vier de 'bezwarende rechtshandelingen')	
		aantal	%
officiële markt	193	26	13,5
parallel-markt	44	4	9,1
totaal	237	30	12,7

Pakhoed Holding N.V.

De directie is bevoegd zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering, doch niet dan onder goedkeuring van de raad van commissarissen rechtshandelingen te verrichten betreffende de inbreng op aandelen anders dan in geld. (art. 5 lid 3)

N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandeelen Philips' Gloeilampenfabrieken
De Raad van Beheer is bevoegd overeenkomsten te sluiten als genoemd in artikel 94, lid 1 Boek 2 Burgerlijk Wetboek, voor zover deze bevoegdheid niet bij enige bepaling dezer statuten uitdrukkelijk mocht zijn uitgesloten of beperkt. (art. 28 lid 2)
De volstorting van de gewone aandelen geschiedt doordien tegenover het uitgegeven nominale bedrag een gelijk nominaal bedrag aan gewone aandelen in de naamloze vennootschap: "N.V. Philips' Gloeilampenfabrieken" (in dit artikel verder "Philips" te noemen) wordt ingebracht. (art. 6 lid 2)

3.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij het bestuur bevoegd is tot 'bezwarende rechtshandelingen' - totaal	
		aantal	%
officiële markt	193	163	84,5
parallel-markt	44	32	72,7
totaal	237	195	82,3

Opmerkingen:

- a. De verhouding tussen de aantallen vennootschappen, waarbij het bestuur bevoegd is tot de 'bezwarende rechtshandelingen', waarop het structuurregime wel of niet van toepassing is (respectievelijk 39 en 61 procent), benadert de verhouding van het al dan niet van toepassing zijn van het structuurregime bij alle vennootschappen (dus inclusief de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal) waarvan de statuten onderzocht zijn (respectievelijk 43,9 en 56,1 procent).
- b. In 42 (18 procent)*³¹ van de in totaal 237 onderzochte statuten komen geen bepalingen voor waarbij het bestuur de bevoegdheid wordt verleend 'bezwarende rechtshandelingen' aan te gaan.

In de zaak Suikerunie/C.S.M., Gist-Brocades en Meneba*³² heeft de president van de Arrondissementsrechtbank te Amsterdam uit de statutaire bepaling van C.S.M. luidende:

Uitgifte van nog niet geplaatste aandelen geschiedt tegen volstorting en op zodanige tijdstippen tegen zodanige koers (mits niet beneden pari, behoudens het bepaalde in artikel 38a, tweede lid van het Wetboek van Koophandel (thans art. 80 lid 2 RVP)) en onder zodanige voorwaarden en bepalingen als de directie na goedkeuring door de raad van commissarissen zal vaststellen. (art. 4 lid 2)
afgeleid dat er geen strijd was met art. 40a sub d juncto art. 40b WvK

31) Francken, blz. 51, heeft bij het door hem verrichtte statutenonderzoek bij structuurvennootschappen in een kwart van het totaal aantal onderzochte statuten de bevoegdheidsverklaring niet aangetroffen

32) Pres.Rb. Amsterdam 14 aug. 1973, Rechtspersonen, Fusie van ondernemingen, Bijlage 2A

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

(thans art. 94 leden 1 en 2) en dat de directie statutair bevoegd was tot uitgifte van aandelen tegen volstorting in natura (aandelen Gist-Brocades en Meneba).

- c. Bij op één na^{*33} alle beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal is het bestuur bevoegd de 'bezwarende rechtshandelingen' aan te gaan.

4. De bevoegdheid van het bestuur 'bezwarende rechtshandelingen' aan te gaan kan onderworpen worden aan (a) een voorstel van of (b) de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

- (a) op voorstel van:
- | | |
|--------------|------------------|
| - prioriteit | 1 ^{*34} |
|--------------|------------------|
- (b) onder goedkeuring van:
- | | |
|---|-----|
| - prioriteit | 26 |
| - raad van commissarissen | 117 |
| - prioriteit en raad van commissarissen | 7 |

5. Volledigheidshalve merk ik op dat bij vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is nagenoeg alle bestuursbesluiten^{*35} omtrent 'bezwarende rechtshandelingen' ingevolge het bepaalde in art. 164

33) Beleggingsmaatschappij Rentalent N.V. In art. 24 lid 3 (Boekjaar, jaarrekening en jaarverslag) wordt wel bepaald:

..... In de toelichting moet worden opgenomen de zakelijke inhoud van de eventueel in het betreffende boekjaar door de vennootschap aangegane rechtshandelingen als bedoeld in artikel 94 lid 2 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek

zodat hier mogelijk van een ommissie sprake is, tenzij men van mening is geweest dat het bepaalde in art. 6, luidende:

Het bestuur is bevoegd om de ongeplaatste aandelen geheel of gedeeltelijk te plaatsen onder voorwaarden als door haar onder goedkeuring van de raad van commissarissen zal worden bepaald.

een voldoende 'uitdrukkelijke verlening' van de bevoegdheid is als bedoeld in art. 94 lid 2. Naar mijn mening is dit niet het geval.

34) Elsevier N.V.

35) Voor het al dan niet vereist zijn van de goedkeuring van de raad van commissarissen is van belang:

- a. de uitleg die men geeft aan de verschillende zinsdelen van art. 94 lid 1, zoals 'in verband met' in letter a, 'op andere voet' in letter b en 'enigerlei voordeel' in letter c, en
- b. hoe ruim 'besluiten van het bestuur omtrent uitgifte van aandelen' in art. 164 lid 1 onder letter a opgevat moet worden.

Afhankelijk van de interpretatie zijn er rechtshandelingen denkbaar, die wel vallen onder art. 94 lid 1, doch niet onder art. 164 lid 1 letter a. Zie in dit verband paragraaf V.3.4.3.2. omtrent de optieverlening door het bestuur.

onderworpen zijn aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Bij een aantal structuurvennootschappen is waarschijnlijk mede met het oog hierop de vereiste goedkeuring van de raad van commissarissen vermeld in het op art. 164 gebaseerde artikel in de statuten, waarin de bestuursbesluiten worden opgesomd welke zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen.

6. Afwijkende bepalingen.

Landré & Glinderman N.V.

De directie is met voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen bevoegd rechtshandelingen, als bedoeld in artikel 94, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, te verrichten zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders, met dien verstande dat, indien niet alle commissarissen hun goedkeuring verleend hebben, de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist is. (art. 8 lid 2)

BLYDENSTEIN-WILLINK N.V.

De directie en de raad van commissarissen gezamenlijk zijn bevoegd tot het aangaan van rechtshandelingen betreffende inbreng op aandelen anders dan in geld, en van de andere rechtshandelingen, genoemd in artikel 94 van boek 2 Burgerlijk Wetboek, zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering. (art. 6 lid 6)

Koninklijke Borsumij Wehry N.V.*³⁶

De Raad van Bestuur is na ingewonnen advies van de Raad van Advies bevoegd de in artikel 94 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek bedoelde rechtshandelingen aan te gaan zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. (art. 9 lid 10)

RAVAST N.V.

(Voor de tekst van deze statutaire bepaling zie paragraaf IV.1.9.4.)

IV.1.3. Bindende voordracht voor benoeming van bestuurders en/of commissarissen*³⁷

IV.1.3.1. Wettelijke bepalingen en richtlijnen

Besluiten omtrent benoeming van bestuurders en commissarissen behoren in beginsel tot de bevoegdheidssfeer van de algemene vergadering van aandeelhouders. Bij de statuten kan echter worden bepaald, dat de benoeming door de algemene vergadering van aandeelhouders van bestuurders en commissarissen zal geschieden uit een bindende voordracht, die ten minste twee personen voor iedere te vervullen plaats bevat. De algemene vergade-

36) Deze vennootschap heeft geen prioriteitsaandelen en geen raad van commissarissen.

37) Handboek, No. 249, 250 en 285; Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 133 aant. 1, 2 en 3; Slagter, blz. 202 en 234; Maeijer, blz. 123 e.v.; Van Schijfgaarde, blz. 117 en 118; Sanders-Westbroek, blz. 128 en 165; Polak, blz. 62 e.v. en 132 e.v.; Boelens, blz. 103 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De regels van het spel, NV 38, blz. 173; Open ondernemerschap, blz. 240 en 241; Schut, blz. 24 e.v.; SMO-publicatie 1971, blz. 23, 24 en 58, 59.

ring van aandeelhouders kan aan zodanige voordracht steeds het bindend karakter ontnemen bij een besluit genomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen, die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (art. 133 leden 1 en 2 en art. 142 lid 2). Deze bepalingen zijn niet van toepassing op de benoeming van bestuurders en commissarissen die niet door de algemene vergadering van aandeelhouders geschiedt^{*38}. Dit is bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime van toepassing is het geval voor zowel het bestuur als de commissarissen. Bij beperkte structuurvennootschappen alleen ten aanzien van commissarissen; de benoeming van bestuurders kan in dat geval wel uit een bindende voordracht geschieden.

De benoeming van bestuurders en commissarissen kan niet onderworpen worden aan een voorstel of goedkeuring van een vennootschapsorgaan of een derde^{*39}; een dergelijke beperking van de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders zou strijdig zijn met de hiervoor genoemde regel dat een bindende voordracht doorbroken moet kunnen worden^{*40}.

In de richtlijnen^{*41} wordt bepaald dat indien de statuten een recht van bindende voordracht voor benoeming van bestuurders of commissarissen toelaten, zij mogen bepalen dat deze moet zijn uitgebracht binnen een termijn gesteld bij of krachtens de statuten^{*42}.

Zoals hiervoor vermeld kan aan een voordracht steeds het bindend karakter worden ontnomen bij een besluit genomen met twee derden van de uitgebrachte stemmen, die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (art. 133 lid 2 en art. 142 lid 2). De vraag is gerezen of in deze formulering sprake is van alleen een versterkte meerderheid of ook van een quorum. Deze vraag, waarop nader zal worden ingegaan in paragraaf IV.1.9.1.b., is van belang voor het al dan niet van toepassing zijn van artikel 120 lid 3 (mogelijkheid van een tweede vergadering)^{*43}.

38) Zie ook Uniken Venema, C.AE., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 131 e.v., in het bijzonder voor de verhouding tussen de vele oligarchische regelingen met betrekking tot de bindende voordracht voor invoering van de structuurwet en de uniforme oligarchische structuur op dit punt van de structuurwet.

39) Wel is het mogelijk bij vennootschappen van het gewone model te bepalen dat één of meer commissarissen, doch ten hoogste een derde van het gehele aantal, zullen worden benoemd door anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 143 - de zgn. 'vrije commissarissen' - zie hierover paragraaf IV.1.7.1. en 1.7.2.).

40) Zie Van Schilfgaarde, blz. 159. Kennelijk anders: Van der Zanden II, blz. 542.

41) Richtlijnen 1986, Paragraaf 6.

42) In de oude Richtlijnen 1976 was bepaald dat indien de benoeming geschiedt uit een bindende voordracht, de statuten tevens zullen moeten bepalen dat de algemene vergadering vrij is in de benoeming, indien de daarvoor vereiste voordracht niet is opgemaakt binnen een bij de statuten te bepalen termijn.

43) Zie Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 6, aant. 10.

De statuten mogen ook lichtere dan de in de wet genoemde eisen stellen*⁴⁴.

In de oude richtlijnen*⁴⁵ werd bepaald dat statutaire bepalingen waarbij aan het bestuur een overwegende invloed wordt toegekend bij het opstellen van een bindende voordracht voor commissarissen, niet worden toegelaten. Alhoewel deze passage niet is overgenomen in de nieuwe richtlijnen kan hieruit naar mijn mening niet afgeleid worden dat dit thans wel is toegestaan; overwegende invloed van het bestuur op benoemingen van commissarissen staat immers op gespannen voet met de toezichthoudende taak van commissarissen. Indien de bindende voordracht wordt opgemaakt door de gecombineerde vergadering van bestuur en commissarissen dient de stemverhouding binnen dit orgaan zo geregeld te zijn dat het bestuur nimmer over de meerderheid van de stemmen kan beschikken*⁴⁶.

Bredero Vast Goed N.V.*⁴⁷

Zowel directeuren als commissarissen worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders uit een bindende voordracht van telkens twee personen, voor elke benoeming op te maken door de gekombineerde vergadering van commissarissen en directeuren, met dien verstande dat in de betreffende gekombineerde vergadering het aantal aanwezige commissarissen één meer moet bedragen dan het aantal aanwezige directeuren...

(art. 8 lid 3)

Art. 133 lid 1 bepaalt dat een voordracht ten minste twee personen voor iedere te vervullen plaats moet bevatten. Dit betekent dat indien meer dan één voordracht in één en dezelfde algemene vergadering van aandeelhouders gedaan wordt de mogelijkheid om een zelfde persoon op twee of meer voordrachten te plaatsen beperkt is. Volgens Van der Grinten*⁴⁸ wordt in de praktijk bij meerdere vacatures wel als volgt te werk gegaan. Voordracht eerste vacature: 1.A.2.B. Voordracht tweede vacature: 1.B.2.C. Voordracht derde vacature: 1.C.2.D. Ofwel: voordracht eerste vacature: 1.A.2.B. Voordracht tweede vacature: 1.B.2.A. Vooral tegen de tweede wijze van voordracht bestaat zijns inziens bezwaar. Het door de wet gewaarborgde keuzerecht van de algemene vergadering van aandeelhouders wordt daardoor illusoir gemaakt. De algemene vergadering van aandeelhouders

44) Van der Grinten, W.C.L., Vragenrubriek, NV 44, blz. 210; zie ook Richtlijnen 1986, Paragraaf 6.

45) Richtlijnen 1976, Paragraaf 36

46) Haardt, W.L., De Commissaris, praeadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen, 1969, blz. 27, gaat een stap verder en stelt dat ook te overwegen ware een bepaling in te voeren, die verbiedt dat directeuren aan het opmaken van een bindende voordracht voor commissarisbenoemingen meewerken.

47) Statuten d.d. 23 juni 1983. Alhoewel deze vennootschap nog wel in de eerste prijscourant van januari 1988 wordt vermeld is deze vennootschap niet in het statutenonderzoek opgenomen aangezien op 1 januari 1988 geen aandelen meer actief waren genoteerd; de vennootschap is in september 1987 failliet verklaard.

48) Handboek, No. 250.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

ders kan volgens hem verlangen, dat, wanneer zij naar aanleiding van de eerste voordracht A. heeft benoemd, een nieuwe voordracht voor de tweede vacature wordt ingediend, waarop A. niet voorkomt. In deze gedachtengang zal bij de eerste wijze van voordracht indien naar aanleiding van de eerste voordracht B is benoemd voor de tweede voordracht ook een nieuwe voordracht opgemaakt dienen te worden. Hiermee in verband kan worden gebracht de bepaling die voorkomt in de statuten van:

N.V. Holdoh-Houtunie

.....Indien meer dan één benoeming moet geschieden, moeten de voordrachten zodanig zijn, dat ook, indien één of meer benoemingen hebben plaatsgehad, de algemene vergadering steeds de keus heeft uit twee personen.

(art. 14 lid 4)

IV.1.3.2. Eerste gebruik van de bindende voordracht na 1838

Het voordrachtsrecht behoort, tezamen met de prioriteitsaandelen, versterkte meerderheid/quorum en de stemrechtbeperking tot de klassieke beschermingsmiddelen. Het is voor het eerst na 1838^{*49} toegepast in 1898 door de Koninklijke Nederlandsche Maatschappij tot Exploitatie van Petroleumbronnen in Nederlandsch-Indië (thans genaamd N.V. Koninklijke Nederlandse Petroleum Maatschappij)^{*50}, zonder dat de wet dit met zoveel woorden toestond. Het is niet waarschijnlijk dat de wetgever van 1838 de bedoeling heeft gehad bindende voordrachten uit te sluiten; in ieder geval bevatte de wet geen dwingendrechtelijke bepalingen dienaangaande, ook niet met betrekking tot een doorbreking van een voordracht. Het voordrachtsrecht, dat vanaf 1916 regelmatig in statuten is gebruikt^{*51}, heeft een wettelijke grondslag gekregen in de wet van 1928. De totstandkoming van de betreffende bepalingen (art. 48a lid 2 en art. 50b lid 2 WvK) heeft aanleiding gegeven tot een uitgebreide parlementaire discussie bij de verschillende wetsontwerpen welke uiteindelijk geleid hebben tot de Wet van 1928^{*52}.

IV.1.3.3. Overgangsbepalingen

De wet van 1928 bevatte overgangsbepalingen^{*53} voor vennootschappen

49) Voor de invoering van het WvK in 1838 waren bindende voordrachten en nog verdergaande clausules zeer gebruikelijk; zie hierover Boelens, blz. 103 e.v.

50) Bij een statutenwijziging werden prioriteitsaandelen - toen nog genaamd preferente aandelen - ingevoerd, waaraan een voordrachtsrecht verbonden was voor de benoeming van bestuurders en commissarissen; voorts werd bij de statutenwijziging bepaald dat de statuten niet gewijzigd konden worden zonder goedkeuring van de prioriteitsaandelen; zie ook paragraaf IV.1.1.2.

51) Handboek, No. 249.

52) De toelaatbaarheid van deze bepaling is een van de meest omstrede punten geweest bij de totstandkoming van de nieuwe wet in 1928; zie hierover Cremers, blz. 34 en 35; zie ook Löwensteyn, F.W.J. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 133, aant. 1.

53) Artikel XVIII van de overgangsbepalingen van de wet van 2 juli 1928, Stb. 216.

waarvan de statuten voor de invoering van de wet bepaalden dat benoemingen van bestuurders en commissarissen diende te geschieden uit bindende voordrachten welke niet doorbroken konden worden. De betreffende statutaire bepalingen bleven van kracht. Ook bij de invoering van de structuurregeling en Boek 2 BW is de vrijstelling gehandhaafd^{*54}. Uit de aan de SMO-publicatie 1971^{*55} ten grondslag liggende enquête is gebleken dat van de 1809 in de enquête verwerkte N.V.'s er 112 voordrachtsrechten hadden, die gebaseerd waren op per 1 april 1929 - datum invoering van de wet - reeds bestaande statutaire bepalingen. Dit aantal zal thans vermoedelijk lager zijn^{*56} in verband met de structuurbepalingen welke inmiddels bij een aantal van die vennootschappen van kracht zijn geworden.

IV.1.3.4. Gerechtigden tot het doen van een bindende voordracht

Het recht van voordracht kan aan een ieder worden toegekend. Niet alleen aan de vennootschapsorganen in de zin van de richtlijnen^{*57}, doch ook aan anderen buiten de vennootschap.

Exploitatie Maatschappij Scheveningen (E.M.S.) N.V.^{*58}

De leden van de Raad van Commissarissen worden door de algemene vergadering van aandeelhouders benoemd en kunnen door haar te allen tijde worden geschorst en ontslagen. De leden 4, 5 en 6 van artikel 7 (bindende voordracht van prioriteit voor bestuurders RPV) zijn op de commissarissen van overeenkomstige toepassing. In afwijking van het in de vorige zin bepaalde, wordt één lid van de Raad van Commissarissen benoemd op voordracht van het college van Burgemeester en Wethouders der Gemeente 's-Gravenhage, welke voordracht twee namen moet bevatten. (art. 9 lid 2)

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat de bevoegdheid tot het opmaken van de bindende voordracht in meerderheid van de gevallen wordt gegeven aan de prioriteit. Bij vier vennootschappen^{*59} is in de statuten tevens de mogelijkheid gecreëerd prioriteitsaandelen te kunnen uitgeven

54) Art. IV van de wet van 3 mei 1971, Stb. 286 en art. 52 lid 3 van de wet van 2 juni 1976, Stb. 320. Zie hierover Langman, H., in Van vennootschappelijk belang, blz. 116; Rechtspersonen, art. 133, aant. 7.

55) SMO-publicatie 1971, blz. 24.

56) De oude bepaling komt thans nog voor bij een aantal beursfondsen, waaronder o.a. Akzo N.V., N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ, N.V. Petroleum Maatschappij "Moeara Enim" en Unilever N.V.

57) Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

58) Statuten d.d. 6 augustus 1973. Alhoewel deze vennootschap nog wel in de eerste Officiële Prijscurant van januari 1988 wordt vermeld als genoteerde vennootschap is deze vennootschap niet in het statutenonderzoek opgenomen aangezien op 1 januari 1988 geen aandelen meer actief waren genoteerd; de vennootschap is in liquidatie.

59) Alle vier de vennootschappen zijn een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal; zie hierover paragraaf V.4.5.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

tot een zodanig aantal dat de bindende voordracht niet meer doorbroken kan worden door de houders van alle gewone aandelen. De mogelijkheid van een dergelijke uitgifte kan bedoeld zijn en/of werken als een beschermingsmiddel.

IV.1.3.5. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van bindende voordrachten het volgende resultaat opgeleverd.

IV.1.3.5.a. Bindende voordracht voor benoeming van bestuurders

1. Aantal bindende voordrachten bij alle onderzochte statuten.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij het bestuur benoemd wordt uit een bindende voordracht	
		aantal	%
officiële markt	193	89	46,1
parallel-markt	44	27	61,4
totaal	237	116	48,9

Bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime van toepassing is, kan, zoals hiervoor vermeld, de benoeming van bestuurders niet geschieden uit een bindende voordracht. Laten wij deze volledige structuurvennootschappen buiten beschouwing, dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	totaal aantal onderzochte statuten van vennootschappen van het gewone model*60 en beperkte structuurvennootschappen	vennootschappen, waarbij het bestuur benoemd wordt uit een bindende voordracht	
		aantal	%
officiële markt	103	89	86,4
parallel-markt	33	27	81,8
totaal	136	116	85,3

60) Voor een verdeling van het aantal vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, in structuurvennootschappen (volledig of beperkt) en vennootschappen van het gewone model, zie paragraaf VI.2.

Opmerking:

Van de vennootschappen, waarvan de statuten onderzocht zijn, zijn 3 vennootschappen een beperkte structuurvennootschap. Bij geen van de 3 vindt de benoeming van bestuurders plaats uit een bindende voordracht. Dit is ook begrijpelijk aangezien ten minste de helft van het geplaatste kapitaal van deze vennootschappen gehouden wordt door één vennootschap of door een aantal volgens een onderlinge regeling tot samenwerking (art. 155 lid 1), die als zodanig de bestuursbenoemingen reeds controleren.

2. Vennootschappen, waarbij in de statuten een bindende voordracht is opgenomen voor de benoeming van bestuurders, gesplitst naar het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot het opmaken van de bindende voordracht.

	bindende voor- dracht	het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot het opmaken van de bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders									
		prioriteit/ prioriteitsbewijs*61		andere aandelen van een bijzondere soort		bestuur		raad van commissarissen		Gecombineerde vergadering van bestuur en rvc	
	aantal	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	89	54	60,7	3	3,4	1	1,1	26	29,9	5	5,6
parallelmarkt	27	17	63,0	2	7,4	-	-	6	22,2	2	7,4
totaal	116	71	61,2	5	4,3	1	0,9	32	27,6	7	6,0

Opmerkingen:

a. Van de in totaal 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. Bij 27 van deze 31 bmvk's (87,1%) wordt het bestuur benoemd uit een bindende voordracht.

b. Bijzondere bepalingen.

Heineken N.V.

De benoeming van leden van de raad van bestuur en van de raad van commissarissen geschiedt door de algemene vergadering van aandeelhouders uit een bindende voordracht van tenminste twee personen, voor elke benoeming op te maken door de raad

61) Er is één vennootschap met prioriteitsbewijzen.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

van commissarissen.

(art. 7 lid 2)

Indien één of meer aandeelhouders, vertegenwoordigende tenminste één-vierde van het geplaatste kapitaal, een schriftelijk voorstel tot benoeming van één of meer leden van de raad van bestuur en/of van de raad van commissarissen bij de raad van commissarissen indienen, zal de raad van commissarissen gehouden zijn omtrent dit voorstel binnen zestig dagen na ontvangst daarvan te beraadslagen en te beslissen. Aanvaardt de raad van commissarissen het voorstel, dan zal hij aan de algemene vergadering van aandeelhouders (een) bindende voordracht(en), waarop deze personen voorkomen, doen.

(art. 7 lid 4)

De algemene vergadering van aandeelhouders kan aan een voordracht, als hiervoor in dit artikel bedoeld, het bindend karakter ontnemen bij een besluit, genomen met volstrekke meerderheid van stemmen, uitgebracht in een vergadering, waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.

De vergadering is alsdan vrij in haar keuze.

Een tweede vergadering, als bedoeld in artikel 120, lid 3, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, die ongeacht het quorum zou kunnen beslissen, kan niet worden gehouden.

(art. 7 lid 5)

Koninklijke Boskalis Westminster N.V.

De leden van de raad van bestuur worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

(art. 13 lid 2)

Indien moet worden overgegaan tot benoeming van één of meer leden van de raad van bestuur, zal de raad van commissarissen, onder goedkeuring van de houder van het aandeel A, een bindende voordracht opmaken,

(art. 13 lid 3)

N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ

Als een voordracht van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen voor een benoeming wordt ook aangemerkt een door die vergadering goedgekeurde voordracht, samengesteld door een of meer houders van aandelen, gezamenlijk ten minste één honderdste gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigende, die ten minste twee weken voor de algemene vergadering van aandeelhouders, waarin de benoeming zal plaatsvinden, is ingediend bij de voorzitter van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen onder inlevering van bewijsstukken, waaruit blijkt, dat de samenstellers der voordracht te zamen ten minste één honderdste gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen.

(art. 24 lid 3)

IV.1.3.5.b. Bindende voordracht voor benoeming van commissarissen

1. Aantal bindende voordrachten bij alle onderzochte statuten.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij commissarissen benoemd worden uit een bindende voordracht	
		aantal	%
officiële markt	193	74	38,3
parallel-markt	44	26	59,1
totaal	237	100	42,2

Bij vennootschappen waarop het structuurregime (volledig of beperkt) van toepassing is, kan, zoals hiervoor vermeld, de benoeming van commissarissen niet geschieden uit een bindende voordracht. Laten wij deze vennootschappen buiten beschouwing, dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	totaal aantal onderzochte statuten van vennootschappen van het gewone model	vennootschappen, waarbij commissarissen benoemd worden uit een bindende voordracht	
		aantal	%
officiële markt	100	74	74,0
parallel-markt	33	26	78,8
totaal	133	100	75,2

Opmerking:

Bij het vergelijken van deze cijfers en percentages met die van de bindende voordrachten bij de benoeming van bestuurders dient er rekening mee gehouden te worden dat van de vennootschappen, waarvan de statuten onderzocht zijn, er 12 vennootschappen zijn die het instituut commissarissen niet kennen (10 genoteerd op de officiële markt en 2 op de parallel-markt). Worden deze buiten beschouwing gelaten dan luiden de aantallen en percentages als volgt.

	totaal aantal onderzochte statuten van vennootschappen van het gewone model met commissarissen	vennootschappen, waarbij commissarissen benoemd worden uit een bindende voordracht	
		aantal	%
officiële markt	90	74	82,2
parallel-markt	31	26	83,9
totaal	121	100	82,6

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Opmerking:

Bij alle vennootschappen waarbij commissarissen uit een bindende voordracht worden benoemd, worden ook de bestuurders uit een bindende voordracht benoemd.

2. Vennootschappen, waarbij in de statuten een bindende voordracht is opgenomen voor de benoeming van commissarissen, gesplitst naar het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot het opmaken van de bindende voordracht.

	bindende voor- dracht	het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot het opmaken van een bindende voordracht voor de benoeming van commissarissen							
		priori- teit/ priori- teitsbe- wijs*62		andere aandelen van een bijzondere soort		raad van commis- sarissen		Gecombineerde vergadering bestuur en rvc	
	aantal	aan- tal-	%	aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%
officiële markt	73*63	48	65,8	2	2,7	18	24,7	5	6,8
parallel- markt	26	18	69,2	1	3,9	5	19,2	2	7,7
totaal	99	66	66,7	3	3,0	23	23,2	7	7,1

Opmerkingen:

a. Van de in totaal 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. Bij 21 van deze 32 bmvk's (67,7%) worden commissarissen benoemd uit een bindende voordracht.

b. Bijzondere bepalingen.

Koninklijke Nederlandsche Springstoffenfabrieken N.V.
(voor de tekst zie paragraaf V.1.7.3.)

INFOTHEEK GROEP N.V.

Commissarissen worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.
De benoeming van de commissarissen geschiedt op bindende voordracht van de raad van commissarissen, opgesteld onder goedkeuring van de vergadering van houders van

62) Er is één vennootschap met prioriteitsbewijzen.

63) Exclusief Hagemeijer N.V., zie hierover de bijzondere bepalingen onder letter b van de opmerkingen.

prioriteitsaandelen De algemene vergadering kan aan een zodanige voordracht steeds het bindend karakter ontnemen bij een besluit, genomen met een meerderheid van tenminste twee/derde van de uitgebrachte stemmen, welke meerderheid meer dan de helft van het geplaatste aandelenkapitaal vertegenwoordigt Wordt een zodanige voordracht door de raad van commissarissen niet opgemaakt binnen twee maanden na het ontstaan van de vakature, dan is de vergadering van houders van prioriteitsaandelen bevoegd de bindende voordracht op te maken Maakt ook de vergadering van houders van prioriteitsaandelen binnen een maand na daartoe te zijn verzocht zodanige voordracht niet op, dan is de algemene vergadering van aandeelhouders vrij in haar keuze (art 13 lid 2)

Hagemeyer N V

De commissarissen A worden benoemd door de algemene vergadering uit een voordracht van tenminste twee personen voor iedere te vervullen plaats, op te maken door de prioriteit

(art VI 2 1)

De commissarissen B worden benoemd door de algemene vergadering uit een voordracht van tenminste twee personen voor iedere te vervullen plaats, op te maken door de gecombineerde vergadering

(art VI 2 2)

IV.1.3.5.c. Bindende voordracht voor benoeming van anderen dan bestuurders en commissarissen

In de statuten van één vennootschap is een regeling aangetroffen, waarbij voor de benoeming van anderen dan bestuurders en commissarissen een bindende voordracht is voorgeschreven.

Amsterdam-Rotterdam Bank N V

De leden van de raad van advies worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders en kunnen te allen tijde door haar worden geschorst en ontslagen (art 21 lid 1)

De benoeming geschiedt uit een bindende voordracht, opgemaakt door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen

(art 21 lid 2)

Aangezien het hier geen bestuurders of commissarissen betreft behoeft de schorsings- en ontslag regeling niet te voldoen aan het bepaalde in art. 144 lid 2 jo. art. 134 lid 2. Voor ontslag anders dan op voorstel van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen of voor schorsing wordt in dit geval een versterkte meerderheid voorgeschreven. Voor de tekst van deze bepaling zie paragraaf IV.1.9.4.

IV.1.3.6. Schorsing en ontslag*64

Behalve de mogelijkheid de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders tot benoeming van bestuurders en commissarissen te beperken door een bindende voordracht, is het ook mogelijk de bevoegdheid van de algemene vergadering tot schorsing en ontslag van bestuurders en com-

64) Handboek, No 253 en 254, Lowensteyn, F J W en Baggerman, L, Rechtspersonen, art 134, aant 3

missarissen te beperken door het stellen van een versterkte meerderheids-eis (of quorum-eis).

Hoofregel bij bestuurders is dat iedere bestuurder te allen tijde kan worden geschorst en ontslagen door degene die bevoegd is tot benoeming (art. 134 lid 1). Bij commissarissen kan een commissaris worden geschorst en ontslagen door degene die bevoegd is tot benoeming, tenzij art. 161 leden 2 en 3 (regeling voor structuurcommissarissen) van toepassing is (art. 144 lid 1). De bevoegdheid tot schorsing en ontslag mag niet aan anderen worden toegekend dan degenen die de wet noemt⁶⁵. Evenmin is het toegestaan de besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders tot schorsing en ontslag te onderwerpen aan een voorstel of goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan of derden; een dergelijke bepaling zou in strijd zijn met de eigen regeling die art. 134 en 144 met betrekking tot schorsing en ontslag bevat.

Indien de bevoegdheid tot schorsing of ontslag toekomt aan de algemene vergadering van aandeelhouders dan kan bepaald worden dat dit besluit slechts genomen mag worden met een versterkte meerderheid in een algemene vergadering, waarin een bepaald gedeelte van het kapitaal is vertegenwoordigd; deze versterkte meerderheid mag twee derden van de uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het kapitaal niet te boven gaan (art. 134 lid 2 en art. 144 lid 2)⁶⁶. De richtlijnen bepalen aan het slot van paragraaf 6 dat de statuten aan de besluitvorming tot schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen geen strengere eisen mogen stellen dan is toegestaan voor de besluitvorming tot het ontnemen van de bindende kracht aan een voordracht voor benoeming van bestuurders en commissarissen. Ook hier rijst de in paragraaf IV.1.3.1. aan de orde gestelde vraag of bij de in de wet gebruikte formulering alleen sprake is van een versterkte meerderheid of ook van een quorum. Zie hierover de opmerkingen die in genoemde paragraaf en paragraaf IV.1.9.1.b. worden gemaakt.

IV.1.3.7. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van beperkende bepalingen ten aanzien van besluiten tot schorsing en/of ontslag van een bestuurder het volgende resultaat opgeleverd.

Voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot schorsing en/of ontslag van een bestuurder wordt vereist:

- de versterkte meerderheid welke de wet in art. 134 lid 2 als maximum aangeeft 39
- een andere versterkte meerderheid dan de wet in art. 134 lid 2 als maximum aangeeft of een quorum 7

65) Richtlijnen 1986, Paragraaf 6.

66) Zie ook paragraaf IV.1.9.4.

Afwijkende bepaling.

De Maxwell Petroleum Holding N.V.

Een besluit tot schorsing of ontslag van een directeur of een Commissaris - wat het ontslag betreft niet op eigen verzoek of wat het ontslag van een directeur betreft niet op voorstel van de Commissarissen - kan slechts genomen worden in een algemene vergadering van aandeelhouders, waarin tenminste drie/vierde van het geplaatste maatschappelijk kapitaal is vertegenwoordigd en met een meerderheid van tenminste drie/vierde der uitgebrachte stemmen.

(art. 8 lid 7)

Is in een in de vorige alinea bedoelde vergadering het vereiste kapitaal niet vertegenwoordigd, dan wordt een tweede vergadering opgeroepen, te houden binnen een maand na de eerste vergadering, waarin, ongeacht het dan vertegenwoordigd kapitaal, mits met een meerderheid van tenminste drie/vierde der uitgebrachte stemmen, het besluit tot schorsing of ontslag kan worden genomen.

(art. 8 lid 8)*67

- een versterkte meerderheid en/of quorum, tenzij het besluit genomen wordt op voorstel of met goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan

59

N.V. Gemeenschappelijk Bezit Crown Van Gelder

Iedere directeur kan te allen tijde door de algemene vergadering worden geschorst en ontslagen, met dien verstande dat indien zodanige schorsing of ontslag niet geschiedt op voorstel of met goedkeuring van de prioriteit, een besluit daartoe door de algemene vergadering vereist met een meerderheid van tenminste twee/derde van de geldig uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het geplaatste kapitaal.

(art. 14 lid 1)

Totaal

105

Van de 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, zijn 133 vennootschappen van het gewone model en 3 vennootschappen met het beperkte structuurregime. Dit betekent dat 77,2% (105 van de 136) van alle vennootschappen, waarbij dit mogelijk is, in de statuten beschermende bepalingen hebben opgenomen teneinde schorsingen en ontslagen van zittende bestuurders te bemoeilijken.

67) Deze bepalingen zijn naar ik aanneem van oude datum en nadien niet meer gewijzigd. Art. 134 lid 2 is opgenomen in de wet van 12 mei 1960, Stb. 205 (Boek 2 Nieuw B.W.) en in werking getreden op 26 juli 1976 (Invoeringswet Boek 2 Nieuw B.W.), Wet van 8 april 1976, Stb. 228 en 229. Voorafgaande aan het inwerkingtreden van art. 134 lid 2 werd een soortgelijke eis reeds gesteld door het departement; zie Departementale Opvattingen toegepast bij de goedkeuring van oprichtingen en statutenwijziging van Naamloze Vennootschappen, NV 33, blz. 72 en Treurniet, W.C., daarover in Het scherm gaat op, NV 33, blz. 66. De hierboven aangehaalde statutaire bepaling is voor wat betreft de vereiste versterkte meerderheid en quorum naar mijn mening in strijd met de wet. Het gevolg hiervan is m.i. dat deze statutaire bepaling niet van toepassing is en dat derhalve voor de in de bepalingen genoemde besluiten in het geheel geen versterkte meerderheids-eis (of quorum-eis) geldt. Inmiddels is op 7 dec. 1988 door de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap besloten lid 7 te wijzigen, in die zin dat thans voor een dergelijk besluit de door de wet maximaal toegestane versterkte meerderheid wordt vereist. Lid 8 is ongewijzigd gebleven. Laatstgenoemde bepaling blijft naar mijn mening in strijd met de wet.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Alhoewel hiernaar geen afzonderlijk onderzoek is gedaan bestaat de indruk dat het percentage voor besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders tot schorsing en ontslag van commissarissen op een nagenoeg gelijk niveau ligt.

IV.1.4. Vaststelling aantal bestuurders en commissarissen

IV.1.4.1. Vaststelling aantal bestuurders^{*68}

In de wet wordt niet bepaald welk vennootschapsorgaan het aantal bestuurders vaststelt. Indien de statuten daaromtrent niets bepalen, behoort het vaststellen van het aantal bestuurders in beginsel tot de taak van de algemene vergadering van aandeelhouders (de restbevoegdheid van art. 107 lid 1). De richtlijnen staan in paragraaf 6 toe dat de statuten mogen bepalen hoeveel bestuurders er zullen zijn of welk vennootschapsorgaan^{*69} bepaalt hoeveel bestuurders er zullen zijn. In de richtlijnen wordt geen onderscheid gemaakt tussen vennootschappen van het gewone model en structuurvennootschappen. Hieruit zou afgeleid kunnen worden, dat, volgens de richtlijnen, ook ten aanzien van laatstgenoemden bepaald kan worden dat de algemene vergadering van aandeelhouders of een ander vennootschapsorgaan het aantal bestuurders vaststelt.

De statuten kunnen een bepaald aantal noemen, doch kunnen ook een bepaald minimum en eventueel maximum vaststellen. Wordt geen aantal genoemd, en is ook niet bepaald wie het aantal vaststelt, dan is de benoemende instantie bevoegd zoveel bestuurders te benoemen als haar geraden voorkomt.

Indien bij een structuurvennootschap, waarbij het bestuur benoemd wordt door de raad van commissarissen, in de statuten niet wordt bepaald wie het aantal bestuurders vaststelt, berust deze bevoegdheid naar mijn mening bij de raad van commissarissen als het orgaan dat ook de bestuurders benoemt^{*70}. Deze zienswijze sluit naar mijn mening het beste aan bij de strekking en doel van de structuurwet. Immers, zou de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd zijn, dan zou zij, indien zij lucht zou krijgen van een op handen zijnde bestuursbenoeming die haar niet welgevallig is (de raad van commissarissen moet aan de algemene vergadering van aandeelhouders kennisgeven van een voorgenomen bestuursbenoeming - art. 162), en er vanuitgaande dat er reeds een bestuurder in functie is, deze benoeming kunnen trachten te frustreren door het aantal bestuurders te reduceren.

De bevoegdheid om het aantal bestuurders te kunnen vaststellen kan van belang zijn als beschermingsmiddel tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen. Gesteld dat bestuurders worden benoemd door de raad van

68) Handboek, No. 234; Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 132, aant. 3; Francissen en Jansen, blz. 27 e.v.

69) Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

70) Vgl. Handboek, No. 234; Francissen en Jansen, blz. 27, neigen kennelijk ook tot deze opvatting.

commissarissen en de bevoegdheid tot het vaststellen van het aantal toekomt aan de algemene vergadering van aandeelhouders, dan zal een overval-
 ler of onvriendelijke overnemer die op enig moment over de meerderheid in
 de algemene vergadering van aandeelhouders beschikt^{*71} daarmee door-
 gaans niet direct extra invloed op de zeggenschap binnen de vennootschap
 kunnen uitoefenen. Immers, verlaging van het aantal bestuurders betekent
 niet dat alsdan boven de sterkte zittende bestuurders automatisch hun
 functie als bestuurder verliezen (overigens wie: fifo, lifo?). Wel kan
 vermindering of verruiming van het aantal bestuurders tot gevolg hebben
 dat zonder aftreden van anderen geen nieuwe benoemd kunnen worden, dan
 wel dat er vacatures ontstaan die (onder dwang en invloed van de over-
 valler of onvriendelijke overnemer) opgevuld moeten worden.

IV.1.4.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid van het
 vaststellen van het aantal bestuurders in de statuten het volgende
 resultaat opgeleverd:

vennootschapsorgaan dat volgens de statuten bevoegd is tot vaststel- ling van het aantal bestuurders	totaal		waarvan structuurven- nootschap, waarbij het bestuur door de raad van commissaris- sen wordt benoemd
	aantal	%	aantal
prioriteit	84	35,4	26
vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort	3	1,3	--
algemene vergadering van aandeelhouders	25	10,6	5
bestuur	1	0,4	--
raad van commissarissen	103	43,5	67
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	6	2,5	1
geen of (een vast aantal)	15	6,3	2
totaal aantal onderzochte statuten	237	100	101

71) Dit behoeft niet een meerderheid van de aandelen te zijn, zie laatste noot paragraaf
 IV.1.6.1.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Opmerkingen:

a. Bij de volgende aantallen vennootschappen wordt het aantal bestuurders vastgesteld door een vennootschapsorgaan op voorstel van, onder goedkeuring van of in overleg met een ander vennootschapsorgaan:

- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de prioriteit 1
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen 1
- door de algemene vergadering van aandeelhouders onder goedkeuring van de prioriteit 1
- door de raad van commissarissen met instemming van het bestuur 1

Gist-Brocades N.V.

De vennootschap wordt bestuurd door een raad van bestuur, bestaande uit een door de raad van commissarissen met instemming van de raad van bestuur te bepalen aantal van tenminste twee leden.

(art. 16 lid 1)

- door de raad van commissarissen in overleg met het bestuur 3
- door de prioriteit nadat het bestuur en de raad van commissarissen zijn gehoord 1

N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ

Het aantal van de directeuren en van de commissarissen wordt met inachtneming van artikel 18 lid 1 (ten minste drie directeuren RPV), en artikel 21, lid 1 (ten minste vijf commissarissen RPV), bepaald door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen. Wanneer in de directie of in de raad van commissarissen een vacature ontstaat, geeft de directie daarvan zo spoedig mogelijk kennis aan de voorzitter van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen. Deze vergadering besluit alsdan met inachtneming van het in artikel 18, lid 1, en het in artikel 21, lid 1, bepaalde of de vacature zal worden vervuld. Een besluit tot al of niet vervulling ener vacature of tot vergroting van het aantal der directeuren of commissarissen wordt door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen niet genomen dan nadat de raad van commissarissen en de directie zijn gehoord. Het besluit wordt ten spoedigste ter kennis gebracht van de directie en van de raad van commissarissen.

(art. 24 lid 1)

b. Bij één vennootschap is voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot vaststelling (of wijziging) van het aantal bestuurders een versterkte meerderheid en een quorum vereist^{*72}.

c. Bijzondere bepalingen.

Schuttersveld Holding N.V.

Het aantal directeuren wordt door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen bepaald, al dan niet op voorstel van de raad van commissarissen. (art. 10 lid 2)

72) Zie paragraaf IV.1.9.4.

Ingenieursbureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V.

De vennootschap wordt bestuurd door één of meer algemene directeuren, tezamen vormende de Algemene Directie, onder toezicht van een Raad van Commissarissen, bestaande uit natuurlijke personen ten getale van tenminste drie, met dien verstande dat het aantal leden van de Raad van Commissarissen altijd groter moet zijn dan het aantal leden van de Algemene Directie en dat de commissarissen niet zelf met het bestuur zijn belast.

(art. 12 lid 1)

Het aantal leden van de Raad van Commissarissen en van de Algemene Directie wordt vastgesteld door de vergadering van houders van prioriteitsbewijzen.

(art. 12 lid 2)

IV.1.4.3. Vaststelling aantal commissarissen*73

Omtrent de vaststelling van het aantal commissarissen geldt hetzelfde als hiervoor is opgemerkt omtrent de vaststelling van het aantal bestuurders.

Ook hier rijst de vraag wie bij structuurvennootschappen (volledig of beperkt), met inachtneming van het in de wet (art. 158 lid 3) voorgeschreven minimum aantal van drie leden, het aantal commissarissen vaststelt. Indien de statuten hieromtrent niets bepalen gaat men uit van de leer van de restbevoegdheid (art. 107 lid 1) en is dit de algemene vergadering van aandeelhouders*74; is men daarentegen van mening - zoals ik zelf - dat er overtuigende argumenten zijn voor de stelling dat degene die benoemt ook het aantal behoort vast te stellen, dan is dit de raad van commissarissen*75.

IV.1.4.4. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid tot het vaststellen van het aantal commissarissen het volgende resultaat opgeleverd:

73) Handboek, No. 272; Francissen en Jansen, blz. 3.

74) Volgens Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 6, aant. 1, lijkt het niet twijfelachtig dat dit de algemene vergadering van aandeelhouders is; Lubbers, A.G., in De nieuwe structuur, blz. 51.

75) Handboek, No. 272 (aanvankelijk anders, Supplement 1971, blz. 115; Van der Grinten, W.C.L., De benoeming van commissarissen bij de 'grote vennootschap', NV 50, blz. 89; gewijzigde opvatting 9e druk, blz. 478); Zie ook Maeijer, J.M.M., Verdeling van bevoegdheden tussen de diverse organen; oligarchische regelingen, in De nieuwe structuur, blz. 18, die zich over dit punt niet uitlaat, doch overigens een voorkeur heeft om de vaststelling van het aantal bestuurders over te laten aan de raad van commissarissen; Francken, blz. 18 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 312 en 313, is van mening dat een van de kenmerken van de benoemingsregeling bij de structuur is dat de bevoegdheden van ondernemingsraad en algemene vergadering van aandeelhouders met elkaar in evenwicht zijn. Aannemelijk is dat dit evenwicht niet mag worden verstoord door een oligarchische regeling in de statuten. Een regeling waarbij anderen dan de raad van commissarissen het aantal commissarissen vaststellen, lijkt hem moeilijk te rijmen met de wettelijke regeling.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

vennootschapsorgaan dat volgens de statuten bevoegd is tot vaststelling van het aantal commissarissen	totaal		waarvan structuurvennootschap (volledig of beperkt)
	aantal	%	aantal
prioriteit	81	34,2	34
vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort	3	1,3	--
algemene vergadering van aandeelhouders	48	20,2	14
raad van commissarissen	69	29,1	51
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	5	2,1	--
geen of (een vast aantal)	31	13,1	5
totaal aantal onderzochte statuten	237	100	104

Opmerkingen:

- a. Bij de volgende aantallen vennootschappen wordt het aantal commissarissen vastgesteld door een vennootschapsorgaan op voorstel van of onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan:
- door de prioriteit nadat het bestuur en de raad van commissarissen zijn gehoord
 - door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de prioriteit
 - door de algemene vergadering van aandeelhouders onder goedkeuring van de prioriteit
 - door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de raad van commissarissen
 - door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen
 - door de raad van commissarissen in overleg met de prioriteit
 - door de raad van commissarissen onder goedkeuring van de prioriteit
 - door de raad van commissarissen in overleg met het bestuur

b. Bij één vennootschap is voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot vaststelling (of wijziging) van het aantal commissarissen een versterkte meerderheid en een quorum vereist^{*76}.

c. Bijzondere bepalingen.

VREDESTEIN N.V.

De vennootschap wordt bestuurd door een raad van bestuur, bestaande uit één of meer leden, onder toezicht van een raad van commissarissen, bestaande uit tenminste drie leden.

(art. 15 lid 1)

De houder van het prioriteitsaandeel stelt met inachtneming van het in het voorgaande lid bepaalde, het maximale aantal leden van de raad van commissarissen vast. De raad van commissarissen stelt met inachtneming van het in het voorgaande lid en in de voorgaande zin bepaalde het aantal leden van de raad van bestuur en de raad van commissarissen vast.

(art. 15 lid 2)

Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken N.V.

De raad van commissarissen bestaat uit natuurlijke personen, tot een door de raad zelve te bepalen aantal van tenminste drie; zonder goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders zal de raad van commissarissen uit niet meer dan tien personen bestaan.

(art. 17 lid 1)

IV.1.5. Vaststelling bezoldiging bestuurders en commissarissen

IV.1.5.1. Vaststelling bezoldiging bestuurders^{*77}

Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, wordt de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld (art. 135)^{*78}. De wet maakt in artikel 135 geen onderscheid tussen vennootschappen van het gewone model en structuurvennootschappen. De richtlijnen geven ook geen bijzondere voorschriften.

De statuten kunnen bepalen dat de bezoldiging wordt vastgesteld door een ander vennootschapsorgaan^{*79}. Indien van deze mogelijkheid gebruik

76) Zie paragraaf IV.1.9.4.

77) Handboek, No. 251 en 252; Maeijer, blz. 104 en 105; Van Schilfgaarde, blz. 121; Boelens, blz. 140; Vroom, blz. 27; Van Andel, C.C.Th., De directeur; bestuurder en werknemer, tweede druk, blz. 43 e.v.

78) De terminologie van de wet gaat er vanuit dat het bevoegde vennootschapsorgaan de bezoldiging eenzijdig vaststelt, doch in de praktijk wordt deze doorgaans tezamen met de overige arbeidsvoorwaarden met de bestuurder overeengekomen voor zijn benoeming. Is echter een bestuurder benoemd zonder dat er overeenstemming bestaat over de bezoldiging, dan kan deze eenzijdig, binnen de grenzen van de goede trouw, redelijkheid en billijkheid, door het bevoegde vennootschapsorgaan worden vastgesteld.

79) Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

wordt gemaakt, wordt daarmee bij een vennootschap van het gewone model niet alleen de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om de bezoldiging vast te stellen beperkt, maar mogelijk ook de bevoegdheid tot benoeming van de bestuurders zelf: wie aan de koorden van de beurs trekt heeft vaak grotere macht dan degene die benoemt (power of the purse)*80.

Aangezien de wet, zoals gezegd, in art. 135 geen onderscheid maakt tussen vennootschappen van het gewone model en structuurvennootschappen is art. 135 eveneens van toepassing op structuurvennootschappen, en wordt de bezoldiging bij deze vennootschappen in beginsel ook door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld, tenzij de statuten anders bepalen. Op grond van hetgeen in de vorige alinea is opgemerkt, komt het mij voor dat een regeling in de statuten, waarbij de bezoldiging wordt vastgesteld door de raad van commissarissen, beter aansluit bij doel en strekking van de structuurwet*81.

Als bescherming tegen een overval of onvriendelijke overname kan het van belang zijn wie de bezoldiging van de bestuurders vaststelt. Wie het recht tot vaststelling van de bezoldiging heeft, kan hiermede (trachten) benoemingen te beïnvloeden. Wordt de bezoldiging vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders en beschikt een overvaller of onvriendelijke overnemer over een meerderheid van de stemmen*82, dan kan hij bij hem onwelgevallige bestuurders trachten - binnen de grenzen van de goede trouw, redelijkheid en billijkheid - de bezoldiging zo laag mogelijk vast te stellen, teneinde te voorkomen dat de betreffende kandidaat een bestuursbenoeming aanvaardt.

IV.1.5.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders het volgende resultaat opgeleverd:

80) Zie hierover Slagter, W.J., De eerste Structuur-N.V. in Nederland, TVVS 1972, blz. 111; Slagter, blz. 293; zie ook Pitlo/Löwensteyn, blz. 292.

81) Vgl. Van Schilfgaarde, blz. 316

82) Dit behoeft niet een meerderheid van de aandelen te zijn; zie laatste noot van paragraaf IV.1.6.1.

vennootschapsorgaan dat volgens de statuten bevoegd is tot vaststelling van de bezoldiging van bestuurders	totaal		waarvan structuurvennootschap, waarbij het bestuur door de raad van commissarissen wordt benoemd
	aantal	%	aantal
prioriteit	22	9,3	2
vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort	1	0,4	--
algemene vergadering van aandeelhouders	6	2,5	--
bestuur	1	0,4	--
raad van commissarissen	199	84,0	98
raad van advies ^{*83}	1	0,4	--
raad van toezicht ^{*84}	1	0,4	--
geen	6	2,6	1
totaal aantal onderzochte statuten	237	100	101

Opmerkingen:

- a. Bij 2 vennootschappen (holding en gemeenschappelijk bezit) geniet het bestuur geen bezoldiging

Heineken Holding N.V.

De leden van de raad van beheer genieten geen honorarium.

(art. 7 lid 4)

- b. Bij de volgende aantallen vennootschappen wordt de bezoldiging vastgesteld door een vennootschapsorgaan op voorstel van, onder goedkeuring van of in overleg met een ander vennootschapsorgaan:

- door de prioriteit onder goedkeuring van de raad van commissarissen 1
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de prioriteit 1

83) De raad van advies wordt benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

84) De raad van toezicht wordt benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

- door de raad van commissarissen onder goedkeuring
van de prioriteit 1
- door de raad van commissarissen in overleg met
het bestuur 2
- bijzondere bepaling
N.V. Holdingmaatschappij De Telegraaf
De bezoldiging en de verdere arbeidsvoorwaarden van iedere directeur worden
vastgesteld door de raad van commissarissen overeenkomstig de besluiten van de
prioriteit.
(art. 17)

c. Bij een aantal vennootschappen komt de bepaling voor dat de bezoldiging kan bestaan uit een door een vennootschapsorgaan vast te stellen aandeel in de winst van de vennootschap, zonder dat een bepaald percentage of bedrag wordt genoemd, terwijl ook in het artikel van de winstverdeling hierover niets wordt bepaald (het contractuele tantième)*85.

ACF Holding N.V.

De arbeidsvoorwaarden van de leden van de raad van bestuur worden vastgesteld door de raad van commissarissen. De beloning kan voor een deel bestaan uit een aandeel in de winst van de vennootschap. ...
(art. 14 lid 2)

d. Bij 6 vennootschappen wordt in de statuten aan het bestuur, al dan niet naast een bezoldiging die wel wordt vastgesteld door of in overleg met een vennootschapsorgaan, een aandeel in de winst van de vennootschap toegekend, waarvan de hoogte (behoudens wellicht beïnvloeding door reserveringen) niet afhankelijk is van het besluit van een vennootschapsorgaan (het statutaire tantième).

Stoomvaart Maatschappij Zeeland, Koninklijke Nederlandsche Postvaart N.V.

Het salaris en de overige arbeidsvoorwaarden van de directeurs worden door de raad van commissarissen vastgesteld.

(art. 6 lid 4)

De daarna resterende winst wordt als volgt verdeeld:

- a. tien procent ter toevoeging aan de statutaire reserve, onverminderd het bepaalde in lid 5;
- b. vijftien procent aan de directie indien de directie wordt uitgeoefend door een rechtspersoon. Indien de directie wordt uitgeoefend door één of meer natuurlijke personen zeven en een half procent aan iedere directeur met een maximum van vijftien procent voor alle directeurs tezamen onder hen door de raad van commissarissen te verdelen;
- c. de daarna resterende winst staat ter beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders.

(art. 22 lid 3)

85) Over de rechtsgeldigheid hiervan mede gelet op de bepaling van de winstverdeling, zie Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, slot van aant. 5 bij art. 135 en Handboek, No. 252. Zie ook Van der Grinten, W.C.L., Honorering van commissarissen, NV 38, blz. 73 e.v.

IV.1.5.3. Vaststelling bezoldiging commissarissen*86

Tenzij de statuten anders bepalen, kan de algemene vergadering van aandeelhouders aan de commissarissen als zodanig een bezoldiging toekennen (art. 145). Ook hier maakt de wet geen onderscheid tussen vennootschappen van het gewone model en structuurvennootschappen, terwijl de richtlijnen eveneens geen bijzondere voorschriften bevatten.

De formulering van art. 145 wijkt af van die van de vaststelling van de bezoldiging van bestuurders (art. 135). Bij de bestuurders gaat de wet er vanuit dat de bezoldiging wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, voor zover bij de statuten niet anders is bepaald. Bij commissarissen kan de algemene vergadering van aandeelhouders een bezoldiging toekennen, tenzij de statuten anders bepalen.

Löwensteyn*87 is van mening dat de wijze, waarop art. 145 is geformuleerd, impliceert dat de statuten niet kunnen bepalen, dat een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders de commissarissen een bezoldiging toekent. In het algemeen wordt hierover in de literatuur anders gedacht. Volgens Van der Grinten*88 staat de wet niet alleen toe, dat de statuten de vaststelling van de bezoldiging aan een ander vennootschapsorgaan opdragen, maar kan de vaststelling van de bezoldiging ook geschieden door een andere instantie dan een vennootschapsorgaan.

Bij een structuurvennootschap (volledig of beperkt) is, zoals gezegd, art. 145 eveneens van toepassing. Ook hier rijst de vraag of deze regeling wel zo gelukkig is. Slagter*89 heeft er mijns inziens terecht op gewezen dat het bij twee verschillende organen onderbrengen van enerzijds de bevoegdheid tot benoeming en anderzijds de bevoegdheid tot vaststelling van de bezoldiging tot moeilijkheden kan leiden. Hij is er echter geen voorstander van dat commissarissen hun eigen beloning vaststellen, en vraagt zich vervolgens af of men tot een meer bevredigende oplossing van het probleem in het algemeen zou kunnen komen, door de beloning in de statuten te regelen, bijv. door een vast, zij het geïndexeerd bedrag, al dan niet gekoppeld aan een percentage van de winst met een minimum en maximum grens. Van der Grinten*90 heeft naar aanleiding van een

86) Handboek, No. 292; Maeijer, blz. 183 en 313; Van Schilfgaarde, blz. 183 en 313; Sanders-Westbroek, blz. 167;

87) Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 145, aant. 2.

88) Handboek, No. 292.

89) Slagter, W.J., De eerste Structuur-N.V. in Nederland, TVVS 1972, blz. 111; zie ook Maeijer, J.M.M., Herbezinning op de functie van commissarissen, in Het nieuwe vennootschapsrecht, blz. 37; Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 163; Van Schilfgaarde, blz. 304; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 18.

90) Van der Grinten, W.C.L., Geen voorbeeld ter navolging, NV 50, blz. 31.

statutaire clausule bij een structuurvennootschap, waarbij de raad van commissarissen de beloningen van commissarissen vaststelt, en de algemene vergadering slechts het maximum bepaalt, opgemerkt dit een weinig gelukkige bepaling te vinden. Hij gaf in dat geval de voorkeur aan een bepaling, waarbij de algemene vergadering de beloning van commissarissen vaststelt, desnoods in een zodanige vorm dat niet de bedragen van de individuele commissarissen worden bepaald, doch het totale bedrag dat aan commissarissen toekomt. Giltay Veth^{*91} bepleit het inslaan van een nieuwe weg en wil de beslissing omtrent de vaststelling van de bezoldiging overlaten aan derden, die geen vennootschapsorgaan zijn^{*92}. Francken^{*93} vindt het bezwaar van Slagter, dat, indien de benoemingsbevoegdheid en de vaststelling van de bezoldiging in één hand worden gegeven, commissarissen hun eigen beloning vaststellen, niet overtuigend. De stelling is naar zijn mening tendentiekus, omdat het niet door de commissarissen zelf maar door de raad van commissarissen zou moeten gebeuren, hetgeen wel een nuance verschil oplevert. Hij pleit derhalve voor een statutaire regeling die inhoudt dat de raad van commissarissen de beloning zijner leden vaststelt, eventueel in combinatie met een tantième-regeling. Ik deel de mening van Francken.

Overigens bevat het (gewijzigde) voorstel voor de vijfde EEG-Richtlijn, handelende over de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen^{*94}, met betrekking tot de bezoldiging van het bestuur en de raad van commissarissen in art. 8 een bepaling, welke, bij ongewijzigde aanvaarding, het o.a. niet langer mogelijk zal maken bij structuurvennootschappen de bezoldiging van commissarissen te laten vaststellen door de raad van commissarissen.

Artikel 8.

De bezoldiging van de leden van het bestuurorgaan en van het toezichthoudende orgaan mag niet door deze organen zelf worden vastgesteld. De bezoldiging van de leden van het toezichthoudende orgaan mag niet door het leidinggevend orgaan worden vastgesteld.^{*95}

91) Giltay Veth, N.J.P., De bezoldiging van commissarissen, TVVS 1972, blz. 145 e.v.

92) Analooq aan de mogelijkheid voor derden om ontheffing te verlenen van kwaliteitseisen (zie Richtlijnen 1986, Paragraaf 6 en 24) en de prijsvaststelling bij blokkeringsregelingen (art. 195 lid 5).

93) Francken, blz. 25.

94) Het oorspronkelijke voorstel is gepubliceerd in PB nr. C 131 van 13.12.1972, blz. 49; het gewijzigde voorstel is door de Commissie op 19 augustus 1983 bij de Raad ingediend en gepubliceerd in PB nr. C 240 van 9.9.1983.

95) Opmerkelijk is het verschil in terminologie; in de eerste zin wordt gesproken over 'het bestuursorgaan' en in de tweede zin over 'het leidinggevend orgaan'. Blijkens de toelichting op het gewijzigde voorstel heeft dit verschil betrekking op de twee verschillende systemen die in de Gemeenschap bestaan voor de organisatie van het bestuur van vennootschappen; één systeem, waarin slechts één enkel 'bestuursorgaan' bestaat, terwijl het (vervolg voetnoot op volgende p.)

Met betrekking tot bescherming tegen een overval of onvriendelijke overname geldt hetzelfde als in de paragraaf (IV.1.5.1.) met betrekking tot de vaststelling van de bezoldiging van de bestuurders is opgemerkt.

IV.1.5.4. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van commissarissen het volgende resultaat opgeleverd:

vennootschapsorgaan dat volgens de statuten bevoegd is tot vaststelling van de bezoldiging van commissarissen	totaal		waarvan structuurvennootschap, (volledig of beperkt)
	aantal	%	aantal
prioriteit	30	12,7	9
vergadering van houders van aandelen van een bijzondere soort	3	1,3	--
algemene vergadering van aandeelhouders	170	71,7	83
raad van commissarissen	6	2,5	4
geen	28	11,8	8
totaal aantal onderzochte statuten	237	100	104

Opmerkingen:

a. Bij de volgende aantallen vennootschappen wordt de bezoldiging vastgesteld door een vennootschapsorgaan op voorstel van een ander vennootschapsorgaan:

- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de prioriteit 5
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de raad van commissarissen 10
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van de gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen 1

(vervolg voetnoot van vorige pagina)

andere systeem twee organen voorschrijft, één 'leidinggevend orgaan' belast met het leiden van de zaken van de vennootschap en een 'toezichthoudend orgaan' belast met het toezicht op het 'leidinggevend orgaan'

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

- bijzondere bepaling.

Holland Sea Search Holding N.V.

De leden van de raad van commissarissen kunnen voor hun werkzaamheden een jaarlijkse vergoeding ontvangen, welke wordt vastgesteld door de raad van commissarissen en voor de benoeming of herbenoeming van de desbetreffende commissaris ter kennis wordt gebracht van de algemene vergadering.

Een aldus vastgestelde vergoeding kan zonder goedkeuring van de algemene vergadering niet worden gewijzigd.

(art. 11 lid 6)

b. Bij 1 vennootschap is voor een besluit tot het vaststellen van een beloning door de algemene vergadering van aandeelhouders een versterkte meerderheid en quorum vereist.*96

c. Evenals bij de vaststelling van de bezoldiging van het bestuur komt bij een aantal vennootschappen de bepaling voor dat de bezoldiging kan bestaan uit een door een vennootschapsorgaan vast te stellen aandeel in de winst van de vennootschap, zonder dat een bepaald percentage of bedrag wordt genoemd, terwijl ook in het artikel van de winstverdeling hierover niets wordt bepaald (het contractuele tantième)*97.

Océ-van der Grinten N.V.

Onverminderd het in de volgende zin bepaalde kan de algemene vergadering aan de commissarissen of aan één of meer hunner een vaste dan wel een geheel of gedeeltelijk van de resultaten der vennootschap afhankelijke beloning toekennen. De raad van commissarissen kan aan één of meer van zijn leden, die met een speciale taak belast zijn een afzonderlijke beloning ten laste van de vennootschap toekennen. Kosten worden aan de commissarissen vergoed.

(art. 21 lid 2)

d. Bij 2 vennootschappen wordt de bezoldiging vastgesteld door de raad van commissarissen, terwijl het maximum wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders*98.

N.V. KONINKLIJKE DISTILLEERDERIJEN ERVEN LUCAS BOLS

De Raad van Commissarissen stelt voor ieder lid van de Raad van Commissarissen afzonderlijk vast het bedrag van zijn beloning, met dien verstande dat het totaal bedrag hetwelk de gezamenlijke commissarissen genieten, niet zal overtreffen een door de algemene vergadering vastgesteld maximum, dat van kracht blijft zolang de algemene vergadering daarin geen wijziging heeft gebracht.

(art. 15 lid 2)

e. Bij een aantal vennootschappen wordt de totale bezoldiging vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, zulks ter onderlinge verdeling tussen commissarissen.

96) Zie paragraaf IV.1.9.4.

97) Zie hetgeen hierover is opgemerkt in de laatste noot van paragraaf IV.1.5.2. over de bestuursbezoldiging.

98) Bij 1 vennootschap met een versterkte meerderheid; zie paragraaf IV.1.9.4.

- f. Bij 7 vennootschappen wordt de bezoldiging voor commissarissen vastgesteld door de prioriteit, de algemene vergadering van aandeelhouders of bestaat zij uit een vast bedrag, terwijl de beloning voor de gedelegeerd commissaris wordt vastgesteld door de raad van commissarissen.

TWIJNSTRA GUDDE N.V.

De algemene vergadering stelt de beloning van de commissarissen vast.

(art. 15 lid 2)

....De raad van commissarissen kan aan de gedelegeerd commissaris een beloning ten laste van de vennootschap toekennen, naast de bezoldiging krachtens artikel 15, lid 2.

(art. 22 lid 2)

- g. Bij 2 vennootschappen ontvangen commissarissen, al dan niet naast een door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde bezoldiging of een vast bedrag, een in de statuten vastgelegd aandeel in de winst, waarvan de hoogte of het maximum wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders.

BAM Holding N.V.

De commissarissen genieten een vaste beloning van twaalfduizendvijfhonderd gulden per jaar per commissaris. Voorts ontvangt iedere commissaris per jaar een bedrag, gelijk aan één procent van de winst, gelijk blijkende uit de door de Raad van Commissarissen vastgestelde en door de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurde winst- en verliesrekening, na aftrek van de in artikel 21, lid 2, vermelde uitkering aan primair dividend op de gewone aandelen, alles tot een maximum, door de algemene vergadering van aandeelhouders vast te stellen. In de uitoefening hunner functie gemaakte kosten worden aan de commissarissen vergoed.

(art. 13 lid 6)

- h. Bijzondere bepaling.

N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia

Commissarissen ontvangen voor hun werkzaamheden naast een aandeel in de winst een vaste jaarlijkse beloning van tienduizend gulden per persoon.

De vaste jaarlijkse beloning van de voorzitter van de raad van commissarissen bedraagt het dubbele van de vaste jaarlijkse beloning voor elk van de overige commissarissen.

De prioriteit kan aan de gedelegeerde commissaris, naast zijn beloning als bovenbedoeld, voor zijn extra werkzaamheden een beloning toekennen.

(art. 19 lid 17)

Van de hierna resterende winst komt twee procent toe aan commissarissen gezamenlijk, dusdanig, dat de voorzitter van de raad van commissarissen het dubbele ontvangt van het aan elk van de overige commissarissen toekomende en ieder der overigen eenzelfde bedrag, onverminderd het bepaalde in artikel 19 lid 17.

De beloningen en/of winstaandelen, waartoe een commissaris is gerechtigd uit hoofde van een commissariaat bij een of meer andere ondernemingen, waarvan het geplaatste kapitaal voor meer dan vijftig procent eigendom van de vennootschap is, strekken in mindering op hetgeen hem op grond van artikel 19, lid 17 en de onderhavige bepaling toekomt.

(art. 28 lid 3)

- i. Bij 19 vennootschappen wordt in de statuten aan commissarissen, al dan niet naast een bezoldiging die wordt vastgesteld door of in overleg

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

met een ander vennootschapsorgaan, een aandeel in de winst van de vennootschap toegekend, waarvan de hoogte (behoudens wellicht beïnvloeding door reservering) niet afhankelijk is van het besluit van een vennootschapsorgaan (het statutaire tantième).

IV.1.6. Ontstentenis of belet van bestuurders*⁹⁹

IV.1.6.1. Inleiding

De statuten moeten voorschriften bevatten omtrent de wijze, waarop in het bestuur van de vennootschap voorlopig wordt voorzien ingeval van ontstentenis of belet van bestuurders (art. 134 lid 4)*¹⁰⁰.

De 'definitieve' benoeming van bestuurders geschiedt door de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 132) of de raad van commissarissen (art. 162), afhankelijk van het feit of de vennootschap onderworpen is aan het gewone regime, dan wel het structuurregime.

Indien de benoeming van bestuurders geschiedt door de algemene vergadering van aandeelhouders is het mogelijk een zodanige regeling in de statuten te treffen dat een voorlopige voorziening buiten de algemene vergadering van aandeelhouders om kan geschieden. De praktische betekenis van een dergelijke oligarchische clausule als beschermingsmiddel is wellicht gering, doch het kan in bepaalde situaties van groot belang zijn wie bij ontstentenis of belet in het voorlopig bestuur mag voorzien. Zo is b.v. denkbaar dat tijdens een overval of onvriendelijke overname een verschil van inzicht*¹⁰¹ ontstaat tussen het bestuur en de raad van commissarissen, met als gevolg dat één of alle bestuurders of commissarissen aftreden. Indien de algemene vergadering van aandeelhouders het orgaan is dat de voorlopige bestuurder aanwijst en een overvaller of onvriendelijke overnemer over een meerderheid van de stemmen in de algemene

99) Handboek, No. 255; Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 134, aant.9; Slagter, blz. 254; Van Schilfgaarde, blz. 120; Sanders-Westbroek, blz. 131; Boelens, blz. 119; Vlugs, H., NV 16, blz. 168; Treurniet, W.C., Departementale standpunten IV, NV 53, blz. 111.

100) Het departement ziet er bij het afgeven van verklaringen van geen bezwaar op toe dat dit ook inderdaad gebeurt, (Richtlijnen 1986, Paragraaf 7). Bij het statutenonderzoek zijn in alle onderzochte statuten bepalingen betreffende de voorlopige voorziening in het bestuur aangetroffen.

101) Zoals b.v. over het al dan niet invoeren of in werking stellen van beschermingsmiddelen of -constructies. Ook het uitstellen van de besluitvorming kan verstrekken gevolgen hebben.

vergadering van aandeelhouders kan beschikken*¹⁰², dan kan deze een hem welgevallige voorlopige bestuurder benoemen. Dit is uiteraard niet mogelijk indien in de statuten zelf bepaald wordt wie als voorlopige bestuurder zal optreden, dan wel indien de voorlopige bestuurder benoemd wordt door de raad van commissarissen of de prioriteit.

IV.1.6.2. Wettelijke bepalingen en richtlijnen

De wet geeft geen antwoord op de vraag wanneer ontstentenis of belet aanwezig is; zij geeft ook geen nadere regels over de inhoud van de voorschriften omtrent ontstentenis of belet. De richtlijnen*¹⁰³ bepalen dat uit de regeling dient te blijken wie alsdan tijdelijk met het bestuur is belast dan wel welk vennootschapsorgaan bij ontstentenis of belet van alle bestuurders verplicht is personen aan te wijzen die tijdelijk met het bestuur zijn belast. De bepaling in de richtlijnen gaat er vanuit dat slechts bij ontstentenis van alle bestuurders een regeling verplicht is en dat zij bij het ontbreken van één of meer, doch niet van alle bestuurders, facultatief is*¹⁰⁴. De richtlijnen maken een keuze mogelijk tussen de volgende regelingen:

1. de statuten bepalen zelf wie tijdelijk met het bestuur is belast, of
 2. de statuten bepalen welk vennootschapsorgaan*¹⁰⁵ verplicht is de personen aan te wijzen die tijdelijk met het bestuur zijn belast.
- In het onder 2 genoemde geval kan het aangewezen orgaan dit doen:
- a. doorlopend, b.v. jaarlijks of zodra de in een eerder stadium aangewezen niet meer beschikbaar is, of
 - b. indien en zodra er van ontstentenis of belet van het bestuur sprake is.
- Voorts bepalen de richtlijnen*¹⁰⁶ dat bij vennootschappen waarbij de bestuurders worden benoemd conform het bepaalde in art. 162*¹⁰⁷ de

102) Dit behoeft niet een meerderheid van het geplaatste kapitaal te zijn. Ten gevolge van het zgn. absenteïsme van aandeelhouders ter algemene vergadering van aandeelhouders beschikt een aandeelhouder met $\pm 20\%$ tot 30% van de stemgerechtigde aandelen (geen stemrechtbeperking, versterkte meerderheids- of quorum-eisen) dikwijls reeds over de meerderheid van de stemmen in een algemene vergadering van aandeelhouders. Men spreekt in een dergelijk geval ook wel over een 'working majority'; vgl. ook paragraaf VIII.3.3. ((d) Rule 9).

103) Richtlijnen 1986, Paragraaf 7.

104) Dorhout Mees, blz. 265; Geerts, P.G.F.A., De ontstentenis- of belet-regeling in de statuten en paragraaf 7 van de Departementale Richtlijnen, WPNR 5856, blz. 25 e.v., is van mening dat statuten ook een regeling moeten bevatten die aangeeft hoe in het tijdelijk bestuur moet worden voorzien in geval van ontstentenis of belet van een of meer bestuurders, doch niet van alle bestuurders.

105) Zie voor de vennootschapsorganen die aangewezen kunnen worden Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

106) Richtlijnen 1986, Paragraaf 14.

107) Vennootschappen waarop het volledige structuurregime van toepassing is, dan wel het beperkte structuurregime met vrijwillige toepassing van art 162.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

regeling voor het geval van ontstentenis of belet van bestuurders het tijdelijk bestuur moet opdragen aan de raad van commissarissen of aan een of meer door deze raad aan te wijzen of aangewezen personen. De wet noch de richtlijnen bevatten voorschriften voor het geval van ontstentenis of belet van commissarissen. Ontbreken bij een structuurvennootschap alle commissarissen, dan geschiedt de benoeming door de algemene vergadering van aandeelhouders (art 159).

IV.1.6.3. Statutenonderzoek

Van de in totaal 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht hebben er 225 een commissariaat, 12 vennootschappen hebben geen commissariaat. Een verplicht commissariaat (structuurvennootschap) bestaat bij 104*108 van de 225 vennootschappen.

IV.1.6.3.a. Vennootschappen met een commissariaat

1. Bij alle 225 vennootschappen, die een raad van commissarissen hebben, speelt de raad van commissarissen een rol bij de voorziening in het bestuur ingeval van ontstentenis of belet van bestuurders. In 224 statuten wordt het tijdelijk bestuur opgedragen aan de raad van commissarissen*109, mag de raad van commissarissen een of meer personen - al dan niet uit zijn midden - tijdelijk met het bestuur belasten of zijn beide regelingen van toepassing.

Smit Internationale N.V.

Bij ontstentenis of belet van een of meer hoofddirecteuren zijn de overblijvende hoofddirecteuren, respectievelijk is de overblijvende hoofddirecteur met het gehele bestuur belast. Ingeval van ontstentenis of belet van alle hoofddirecteuren wordt het bestuur voorlopig waargenomen door de raad van commissarissen, welke raad aan een of meer personen - al dan niet uit zijn midden - tijdelijk het bestuur kan opdragen (art. 9 lid 3).

2. Bij de enige overblijvende vennootschap (geen structuurvennootschap) is het bestuur tijdelijk opgedragen aan de voorzitter van de raad van commissarissen die zich daarin kan doen bijstaan door één of meer door hem aangewezen personen.

Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.

In geval van ontstentenis of belet van één of meer algemeen directeuren zijn de overblijvende algemeen directeuren of is de overgebleven algemeen directeur tijdelijk met het bestuur belast. In geval van ontstentenis of belet van alle algemeen directeuren of van de enige algemeen directeur is de voorzitter van de raad van commissarissen - die zich daarin kan doen bijstaan door één of meer door hem aangewezen personen - tijdelijk met het bestuur belast, onder gehoudenheid

108) Zie het in paragraaf VI.2. opgenomen overzicht.

109) Geerts, P.G.F.A., Het door commissarissen ex art. 134 (244) lid 4 Boek 2 BW tijdelijk voorzien in het bestuur van de vennootschap, NV 66, blz. 101 e.v., komt tot de conclusie dat de in de wet neergelegde ontstentenis- of beletregeling, voor zover commissarissen in het tijdelijk bestuur voorzien, op gespannen voet staat met de in ons wettelijk systeem neergelegde scheiding tussen bestuur en toezicht.

onverwijld een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen, ten einde in het bestuur te doen voorzien (art 15)

3. Bij één vennootschap bestaat een voorkeur voor de gedelegeerd commissaris.

N V Nederlandsche Apparatenfabriek "Nedap"

Bij ontstentenis of belet van alle directeuren of de enige directeur is de raad van commissarissen tijdelijk met het bestuur belast, met bevoegdheid dit aan een of meer personen uit of buiten zijn midden op te dragen, indien een der leden van de raad van commissarissen overeenkomstig het in lid 4 artikel 31 dezer statuten bepaalde is aangewezen tot gedelegeerd commissaris, zal deze in de eerste plaats voor de uitoefening van het bestuur in aanmerking komen (art 23 lid 2)

4. In een enkel geval wordt ook geregeld wat er dient te geschieden ingeval van ontstentenis of belet van alle commissarissen, die tijdelijk met het bestuur zijn belast. Zoals hiervoor vermeld kan dit alleen bij vennootschappen waarop het structuurregime niet van toepassing is^{*110}.

Macintosh N V

In geval van ontstentenis of belet van een of meer bestuurders is de overblijvende bestuurder of zijn de overblijvende bestuurders tijdelijk met het gehele bestuur belast. In het geval van ontstentenis of belet van alle bestuurders is de raad van commissarissen tijdelijk met het bestuur belast, onverminderd zijn bevoegdheid om alsdan één of meer personen, al dan niet uit zijn midden, aan te wijzen, die tijdelijk met het bestuur worden belast, terwijl in geval van ontstentenis of belet van alle commissarissen de algemene vergadering van aandeelhouders een persoon zal aanwijzen, die tijdelijk met het bestuur zal zijn belast (art 13 lid 1)

IV.1.6.3.b. Vennootschappen zonder een commissariaat

1. Bij 10 van de 12 vennootschappen, die geen commissarissen hebben, is het voorzien in het tijdelijk bestuur bij ontstentenis of belet van bestuurders opgedragen aan de volgende organen:

- algemene vergadering van aandeelhouders	6 ^{*111}
- prioriteit	1
- bestuur	3

2. Het orgaan dat in het tijdelijk bestuur moet voorzien heeft dan (a) een jaarlijks terugkerende verplichting of (b) een doorlopende verplichting om een of meer tijdelijke bestuurders aan te wijzen.

- algemene vergadering van aandeelhouders (a)

Amro Netherlands Fund N V^{*112}

Bij ontstentenis of belet van één of meer directeuren (natuurlijke personen) berust het bestuur tijdelijk geheel bij de overige directeuren. Bij ontstentenis of belet

¹¹⁰⁾ Ontbreken bij een structuurvennootschap alle commissarissen, dan geschiedt de benoeming door de algemene vergadering van aandeelhouders (art 159)

¹¹¹⁾ Van deze 6 vennootschappen zijn 3 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, die alle 3 prioriteits aandelen hebben

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

van de enige directeur (rechtspersoon), respectievelijk van alle directeurs (natuurlijke personen), dan wel van op één na alle directeurs (natuurlijke personen), wordt het bestuur tijdelijk waargenomen door de jaarlijks daartoe door de algemene vergadering van aandeelhouders aan te wijzen rechtspersoon, respectievelijk twee natuurlijke personen tezamen danwel één of meer natuurlijke personen tezamen met de nog fungerende directeur (natuurlijk persoon); alles onverminderd de verplichting van degene(n) die aldus tijdelijk met het bestuur van de vennootschap is (zijn) belast, om onverwijld maatregelen te treffen, opdat definitief in het bestuur van de vennootschap wordt voorzien (art. 10 lid 3).

- prioriteit (a)

Heineken Holding N.V.

Ingeval van ontstentenis of belet van één of meer leden van de raad van beheer zijn de overblijvende leden van de raad van beheer voorlopig met het gehele bestuur belast.

Ingeval van ontstentenis of belet van de gehele raad van beheer is de persoon, die de vergadering van houders van prioriteitsaandelen daartoe jaarlijks zal aanwijzen, tijdelijk met het bestuur belast (art. 9 lid 1).

- bestuur (b)

Unilever N.V.

In geval van ontstentenis, ziekte, afwezigheid of andere omstandigheid van belet van een of meer der leden van de raad van bestuur zullen/zal, onder inachtneming van het bepaalde in artikel 26 lid 1 (quorum voor bestuursbesluiten RPV), de overige leden, respectievelijk het overige lid, van de raad van bestuur tijdelijk met het gehele bestuur der vennootschap zijn belast. Bij ontstentenis, ziekte, afwezigheid of andere omstandigheid van belet van alle leden van de raad van bestuur zal tijdelijk en tot aan de eerstvolgende algemene vergadering met het bestuur der vennootschap zijn belast de persoon, die daartoe door de raad van bestuur zal zijn aangewezen; de aldus tot stand gebrachte aanwijzing houdt stand totdat zij door de raad van bestuur door een andere zal zijn vervangen en de aangewezen persoon daarvan mededeling zal zijn gedaan. In geval van ontstentenis, ziekte, afwezigheid of andere omstandigheid van belet, als in de vorige zin bedoeld, zal de aldus aangewezen persoon verplicht en zal iedere aandeelhouder bevoegd zijn een algemene vergadering bijeen te roepen ter definitieve voorziening in het bestuur der vennootschap. De raad van bestuur is bevoegd voor de in dit lid bedoelde taak in plaats van één persoon, meer personen aan te wijzen (art. 28 lid 5).

3. Bij de 2 overige vennootschappen is het orgaan dat bij ontstentenis of belet tijdelijk met het bestuur is belast in de statuten vermeld.

N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandelen Philips' Gloeilampenfabrieken

Ingeval van ontstentenis of belet van één of meer leden van de Raad van Beheer zullen de overige leden, respectievelijk zal het overblijvende lid, tijdelijk met het gehele bestuur zijn belast. Bij ontstentenis of belet van alle leden van de Raad van Beheer zullen de procuratiehouders tijdelijk met het bestuur zijn belast (art. 31).

112) Deze vennootschap wordt bestuurd door een directie, bestaande uit tenminste één rechtspersoon of tenminste twee natuurlijke personen.

ABN - Beleggingsfonds Nederland N.V.*¹¹³

Bij ontstentenis of belet van een of meer directeuren berust het bestuur in zijn geheel bij de andere directeuren of de enige directeur (art. 9 lid 3).

IV.1.7. Benoeming van commissarissen

IV.1.7.1. Inleiding

Zoals in paragraaf IV.1.3. is opgemerkt behoren besluiten omtrent de benoeming van commissarissen in beginsel tot de bevoegdheidssfeer van de algemene vergadering van aandeelhouders. Er zijn vier uitzonderingen.

1. Bij vennootschappen van het gewone model kan bij de statuten worden bepaald dat de benoeming van commissarissen door de algemene vergadering van aandeelhouders zal geschieden uit een bindende voordracht. Deze bindende voordracht voor commissarissen is aan de orde geweest in paragraaf IV.1.3.2.
2. Bij vennootschappen van het gewone model kan voorts bij de statuten worden bepaald dat een of meer commissarissen, doch ten hoogste een derde van het gehele aantal, zullen worden benoemd door anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 143). De zgn. 'vrije commissarissen'.
3. Bij vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is (volledig of beperkt), worden de commissarissen benoemd door de raad van commissarissen (art. 158 - coöptatiesysteem). De structuurregeling komt aan de orde in hoofdstuk VI.
4. Bij vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is (volledig of beperkt), kunnen de statuten echter ook bepalen dat een of meer commissarissen van overheidswege (niet in haar hoedanigheid als aandeelhoudster) worden benoemd (art. 158 lid 11). De zgn. 'overheidscommissarissen'.

IV.1.7.2. Vrije commissarissen*¹¹⁴

Het door anderen te benoemen aantal 'vrije commissarissen' bedraagt ten hoogste een derde van het gehele aantal commissarissen, hetgeen betekent dat indien de statuten deze mogelijkheid geven er in ieder geval tenminste drie commissarissen dienen te zijn. Dit of een eventuele andere

113) Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. De vraag kan gesteld worden of deze regeling van ontstentenis of belet wel voldoet aan de eisen die de wet en de richtlijnen stellen. Naar mijn mening niet.

114) Handboek, No. 290; Löwensteyn, F.J.W. en Baggerman, L., Rechtspersonen, art. 143 en 142, aant. 2; Maeijer, blz. 113; Slagter, blz. 291; Van Schilfgaarde, blz. 183; Sanders-Westbroek, blz. 164; Vroom, blz. 27; Haardt, W.L., De Commissaris, praeadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen 1969, blz. 26; Treurniet, W.C., De nieuwe departementale richtlijnen, NV 50, blz. 16.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

regeling omtrent het te benoemen aantal zal in de statuten moeten worden vastgelegd*115.

In de statuten zal voorts moeten worden bepaald wie de benoemende instantie is. Het benoemingsrecht kan b.v. worden gegeven aan houders van aandelen van een bijzondere soort (prioriteitsaandelen, preferente aandelen, aandelen A, enz.), aan werknemers, aan een financiële instelling, aan houders van obligaties, aan een bevriende vennootschap, doch ook aan de raad van commissarissen zelf. In de Richtlijnen 1976 werd in Paragraaf 37 bepaald dat het benoemingsrecht niet gegeven mocht worden aan het bestuur of bestuurders. Deze bepaling komt in de Richtlijnen 1986 niet meer voor, hetgeen ook niet nodig is, omdat benoeming door het bestuur of bestuurders op gespannen voet staat met de toezichthoudende taak van commissarissen. Wel is het mogelijk het benoemingsrecht te geven aan de gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen, met dien verstande dat het stemrecht in de gecombineerde vergadering zo is geregeld dat de bestuurders niet over de meerderheid van de stemmen beschikken. Het is ook mogelijk het benoemingsrecht toe te kennen aan de overheid. Anders dan bij de 'overheidscommissarissen' is benoeming hier echter slechts mogelijk tot ten hoogste een derde van het aantal commissarissen.

Aan degene die de 'vrije commissarissen' benoemt komt ook het recht toe tot schorsing en ontslag (art. 144 lid 1). Voorts kan naar mijn mening de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam bij wijze van voorziening in een enquêteprocedure een 'vrije commissaris' schorsen of ontslaan (art. 356 letter b).

IV.1.7.3. Statutenonderzoek

Bij het statutenonderzoek is één vennootschap van het gewone model aangetroffen, waarbij een aantal commissarissen worden benoemd door anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Koninklijke Nederlandsche Springstoffenfabrieken N.V.

Er is een raad van commissarissen bestaande uit tenminste zes en ten hoogste acht leden.

Het aantal commissarissen wordt vastgesteld door de vergadering van houders van aandelen A.

(art. 8 lid 1)

Twee commissarissen worden benoemd door de vergadering van houders van aandelen A

De overige commissarissen worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Indien het aantal commissarissen door de vergadering van houders van aandelen A is vastgesteld op zeven of acht, wordt één commissaris benoemd uit een bindende

115) Zie hierover Paragraaf 37 slot van de Richtlijnen 1976, waar bepaald werd dat indien de statuten geen concreet aantal noemen de statutaire regeling zodanig moet zijn, dat de ander dan de algemene vergadering tenminste één commissaris zal benoemen en ten hoogste de helft van het aantal commissarissen, dat met inachtneming van de statutaire bepalingen omtrent het aantal commissarissen door de algemene vergadering moet worden benoemd. Alhoewel deze passage niet is overgenomen in de Richtlijnen 1986, mag aangenomen worden dat het departement haar zienswijze op dit punt niet heeft gewijzigd.

voordracht op te maken door de vergadering van houders van aandelen A. Het bepaalde in artikel 7 lid 3 tweede en volgende zinnen is van overeenkomstige toepassing. Voor de benoeming van de overige commissarissen kan de raad van commissarissen een aanbeveling doen.
(art. 8 lid 2)

IV.1.7.4. Overheidscommissarissen*¹¹⁶

Het instituut van de overheidscommissaris (art. 158 lid 12) is van recente datum. Het is ingevoerd bij de wet houdende voorzieningen met betrekking tot de structuur van de naamloze en besloten vennootschap*¹¹⁷.

In tegenstelling tot de mogelijkheid van het aantal te benoemen 'vrije commissarissen' is de mogelijkheid van het aantal te benoemen 'overheidscommissarissen' onbeperkt, hetgeen betekent dat desgewenst alle commissarissen van overheidswege benoemd kunnen worden.

In de statuten zal moeten worden bepaald welk overheidsorgaan tot benoeming bevoegd is. Van der Grinten schrijft in het Handboek*¹¹⁸ dat onder 'van overheidswege' zal moeten worden verstaan zowel benoeming door de staat of een ander openbaar lichaam met overheidsgezag bekleed, als benoeming door een in kwaliteit aangeduide persoon of instantie aan wie overheidsgezag toekomt, zoals bijv. minister, burgemeester, provinciale staten, gemeenteraad. Voor iedere commissarisplaats kan een ander overheidsorgaan worden aangewezen dat tot benoeming bevoegd is.

Voor de benoeming van de overheidscommissaris gelden dezelfde regels (recht van aanbeveling en bezwaar, periodiek aftreden, etc.) als voor de benoeming door de raad van commissarissen*¹¹⁹. Daarnaast is ook aan de zittende commissarissen een recht van aanbeveling gegeven, doch niet het recht van bezwaar (art. 158 lid 12 laatste deel van de zin).

116) Handboek, No. 291; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 17; Slagter, blz. 291; Maeijer, blz. 270; Van Schilfgaarde, blz. 298; Sanders-Westbroek, blz. 330 en 331; Maeijer, J.M.M., Herbezinning op de functie van commissarissen, in Het nieuwe vennootschapsrecht, blz. 33 en 34; Bloembergen, E., De raad van commissarissen, het commissarissensysteem, blz. 79 e.v.; Van der Burg, V.A.M., De van overheidswege benoemde commissaris, WPNR 5371, blz. 755 e.v.; Francken, blz. 16; Honée, H.J.M.N., De overheidscommissaris en de norminstructie van het vennootschappelijk belang, in de bundel Goed & Trouw, opstellen aangeboden aan Prof. Mr. W.C.L. van der Grinten, blz. 105 e.v. en Raaijmakers, M.J.G.C., daarover in TVVS 1987, blz. 134.

117) Wet van 6 mei 1971, Stb. 289, in werking getreden op 1 juli 1971; voor de motivering en de totstandkoming van art. 158 lid 12 zie Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, blz. IXf-31, 61/62 en art. 52h WvK.

118) Handboek, No. 291.

119) Vgl. SER besluit inzake Streekvervoer, NV 63, blz. 142 met een noot van Van Schilfgaarde, P.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Een overheidscommissaris kan alleen geschorst worden door degene die hem heeft benoemd. Hij kan echter zowel door degene die hem heeft benoemd als door de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam worden ontslagen (art. 161 lid 4). Voorts kan een overheidscommissaris - evenals bij de 'vrije commissarissen' - naar mijn mening worden geschorst en ontslagen door genoemde ondernemingskamer bij wege van voorziening in een enquêteprocedure.

IV.1.7.5. Statutenonderzoek

Bij het statutenonderzoek zijn 6 vennootschappen aangetroffen, waarbij commissarissen van overheidswege worden benoemd.

Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.

De Staat der Nederlanden benoemt de kleinst mogelijke meerderheid van de raad van commissarissen. Met betrekking tot een zodanige benoeming heeft de Staat de bevoegdheden en verplichtingen die volgens de voorgaande leden voor de raad van commissarissen gelden, en hebben jegens hem de algemene vergadering van aandeelhouders, de ondernemingsraad en de directie de bevoegdheden en verplichtingen die zij volgens de voorgaande leden hebben jegens de raad van commissarissen. Ook de raad van commissarissen en houders van aandelen, gezamenlijk ten minste een honderdste van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigende, kunnen voor deze benoeming een aanbeveling doen.
(art. 20 lid 13)

N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker

De Staat der Nederlanden, vertegenwoordigd door de minister van economische zaken, benoemt één commissaris overeenkomstig het bepaalde in lid 12 van artikel 158 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, indien de Raad van Commissarissen niet meer dan zeven leden telt, en heeft het recht een tweede commissaris te benoemen ingeval de Raad van Commissarissen meer dan zeven leden telt.
(art. 12 lid 12)

Opmerkingen:

a. Bij geen van de 6 vennootschappen worden alle commissarissen van overheidswege benoemd. In twee gevallen de kleinst mogelijke meerderheid (voor een daarvan zie hierboven); in één geval (zie hierboven) is het aantal afhankelijk van het aantal fungerende commissarissen en in de overige drie gevallen worden bij elke vennootschap drie commissarissen van overheidswege benoemd;

b. Als benoemende instanties worden genoemd:

- | | |
|---|---|
| - de Staat | 2 |
| - de Staat, vertegenwoordigd door de minister van verkeer en waterstaat | 1 |
| - de Staat, vertegenwoordigd door de minister van economische zaken | 1 |
| - de minister van financiën | 2 |

IV.1.8. Stemrecht*120IV.1.8.1. Inleiding

Aandelen hebben stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit aan aandelen verbonden recht wordt, zoals in paragraaf I.1. reeds ter sprake is gekomen, ook wel aangeduid als de 'zeggenschapsfunctie'.

De hoofdregel is thans dat aan elk aandeel stemrecht is verbonden. De wet bepaalt dat slechts aandeelhouders stemrecht hebben*121; iedere aandeelhouder heeft ten minste een stem (art. 118 lid 1). De leden 2 en 3 van art. 118 gaan uit van het stelsel van evenredigheid. De leden 4 en 5 van hetzelfde artikel geven de mogelijkheid van deze evenredigheid af te wijken en het stemrecht per aandeelhouder te beperken. Gebruik makend van deze laatst genoemde wettelijke bepalingen kan worden bereikt dat de zeggenschap van een individuele aandeelhouder in de algemene vergadering van aandeelhouders wordt beperkt.

De beperking van het stemrecht is een van de klassieke beschermingsmiddelen en heeft lange tijd een belangrijke plaats ingenomen onder de 'oligarchische regelingen'. Dit kan worden verklaard door het feit dat tot 1928 in de wet een stemrechtbeperking was opgenomen.

IV.1.8.2. Wettelijke bepalingen en richtlijnen

Zoals in hoofdstuk I is opgemerkt, was de aan aandelen verbonden 'zeggenschapsfunctie' aanvankelijk van ondergeschikte betekenis. In het in 1838 ingevoerde Wetboek van Koophandel werd het stemrecht geregeld in art. 54 WvK*122, luidende:

Bij de akte zal worden bepaald, op welke wijze het stemrecht door de vennoten zal worden uitgeoefend. Echter zal dezelfde persoon niet meer dan zes stemmen voor zich zelve kunnen uitbrengen, indien de vennootschap uit honderd of meer actien of aandelen bestaat; en niet meer dan drie stemmen indien dezelve minder belooft.

Doel van de stemrechtbeperking was onder andere de minderheid te bescher-

120) Dorhout Mees, Statuten, blz. 105; Roos, P., Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 241; Handboek, No. 214, 215, 216 en 217; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen art. 118; Slagter, blz. 232 e.v.; Maeijer, blz. 87 e.v.; Van Schilfhaarde, blz. 166 e.v.; Sanders-Westbroek, blz. 110 e.v.

121) Afwijkende regelingen zijn mogelijk bij vruchtgebruik en pandrecht (art. 88 en 89); zie hierover ook paragraaf IV.2.4.7.

122) Voor de totstandkoming van dit artikel zie Voorduin, Geschiedenis en Beginselen der Nederlandsche Wetboeken, VIII. Deel, Wetboek van Koophandel, I. Deel, blz. 292.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

men tegen overstemming door groot-aandeelhouders*¹²³. Deze bepaling heeft veel kritiek ondervonden*¹²⁴.

In statuten kwamen indertijd zowel bepalingen voor om de werking van art. 54 WvK te ontduiken (i), als te verzekeren (ii)*¹²⁵:

ad (i) ontduiken:

- aandelen zonder stemrecht - sinds ± 1881 wordt op statuten met een dergelijke bepaling de Koninklijke bewilliging niet meer verleend*¹²⁶;
- aan aandeelhouders van niet-Nederlandse nationaliteit werd het stemrecht onthouden (b.v. art. 6 j.o. 4 van de aan het begin van deze eeuw geldende statuten van De Nederlandsche Bank N.V.)*¹²⁷;
- ontnemen van stemrecht voor bepaalde besluiten (deze regeling werd met name gehanteerd bij preferente aandelen);
- verschillende coupures met hetzelfde stemrecht*¹²⁸;
- meervoudig stemrecht*¹²⁹;
- onderscheid naar gelang de soort van aandelen;
- gebruik strolieden bij toonderaandelen.

ad (ii) verzekeren:

- aandelen op naam. Verbod van aandelen aan toonder;
- bij eigendomsoverdracht betaling van een som aan de vennootschap;
- eigendomsoverdracht afhankelijk van goedkeuring;
- een aandeel moet een zekere tijd op naam gestaan hebben van één verkrijger, voordat het stemrecht geeft*¹³⁰;

123) In bespiegelingen over achtergronden van ons vennootschapsrecht wordt deze tot 1928 van kracht geweest zijnde wettelijke stemrechtbeperking nog al eens over het hoofd gezien. Zo ook naar mijn mening in de beschouwing 'De Aandeelhouder, Beschermingconstructies en de Effectenbeurs', opgenomen in het jaarverslag De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, waar op blz. 25 wordt gesteld: 'Het als democratisch opgezette systeem (één aandeel - één stem) ontwikkelde zich tot een oligarchisch model, waarbij de macht werd geconcentreerd bij bestuurders en commissarissen'.

124) Van Houten Szn, D., Het stemrecht in de naamloze vennootschap, prft Groningen, 1889, blz. 92: 'Wanneer men de beraadslagingen des Staten Generaal nagaat ziet men echter dat hiertegen grote oppositie ontstond, speciaal wat betreft de regeling van het stemrecht. Had de Tweede Kamer destijds het recht van amendement bezeten, de beslissing ware wellicht anders uitgevallen. Zoveel stemmen zoveel actiën.'

125) Van Houten, t.a.p., blz. 77.

126) Denijs, M.J., Het stemrecht in de naamloze vennootschap naar Nederlands recht, prft Rotterdam, 1936, blz. 11; Van Houten, t.a.p., blz. 65.

127) Polak, blz. 125.

128) Coebergh, H.P.J.M., Oligarchische clauses, NV 24, blz. 44.

129) Kayenberg, E.L., Aandelen met meervoudig stemrecht, NV 12, blz. 65.

130) Van Houten Szn, D., t.a.p., blz. 77.

- bij aandelen aan toonder en op naam hadden alleen de laatste stemrecht*131.

Onder vigore van art. 54 WvK luidde een statutaire bepaling betreffende het stemrecht in die tijd dikwijls als volgt:

Ieder aandeel geeft recht op één stem; niemand mag echter voor zich zelf meer dan zes en als gemachtigde van andere aandeelhouders bovendien meer dan zes stemmen uitbrengen*132.

Bij aandelen aan toonder trachtte men - zoals vermeld - dikwijls het toegelaten maximum te ontgaan door gebruik te maken van strolieden. In een tweetal procedures is het gebruik van strolieden ontoelaatbaar geoordeeld. Voor de eerste maal in een op 27 oktober 1876 gewezen arbitrale uitspraak*133, waarbij een dergelijke handelwijze in strijd met de wet werd verklaard*134. De tweede procedure is geëindigd met een uitspraak van de Hoge Raad*135. Ondanks deze uitspraken wordt toch van tijd tot tijd getracht gebruik te maken van stromannen*136.

Ook op andere wijze werd getracht stemrechtbeperkingen te ontgaan. In 1929 zijn door N.V. Enka, een dochtervennootschap van Enka (Maekubee) en twee buitenstaanders 860 naamloze vennootschappen opgericht onder de namen N.V. Vereenigd Industrieel Bezit, gevolgd door de nummers 1 tot en met 860, alle met een gering kapitaal en hetzelfde bestuur. Deze vennootschappen waren kennelijk bedoeld om een zo groot mogelijk stemrecht uit te kunnen oefenen voor de in het bezit van Enka zijnde aandelen in de

131) Schoepp, F., De N.V. en haar aandeelhouders, blz. 167.

132) Zoals b.v. bij N.V. Tilburgsche Waterleiding-Maatschappij. In de statuten van deze vennootschap kwam nog een aanvullende bepaling voor in verband met de mogelijkheid van uitgifte van onderaandelen.

133) Van Houten Szn, D., t.a.p., blz. 60.

134) De uitspraak luidde: 'hij die een zeker getal aandelen in een N.V. bezittende, daarvan een groot deel aan andere personen ter hand stelt, opdat deze elk een stem uitbrengende, met hem een overwegend aantal stemmen zullen hebben, terwijl het gezamenlijk aantal aandelen hem persoonlijk slechts op 6 stemmen recht gaf, handelt in strijd met de wet.'

135) HR 4 juni 1920, NJ 1920, blz. 712, W. 10603, met noot van Mff: 'Met den eigenaar staat de bezitter van art. 2014 BW gelijk, doch niet iedere houder, die het aandeel heeft neergelegd. Het vermoeden, aan de nederlegging verbonden, moet wijken voor het bewijs der niet-gerechtigdheid'. Zie over dit arrest ook Van der Grinten, W.C.L., Stromannen en Kunststro, in Van vennootschappelijk belang, blz. 52.

136) Een voorbeeld waarin beide partijen zich van stromannen bedienden vindt men in HR 4 jan. 1963, NJ 1964, 434; AA XII, blz. 222 (Dr E.A.H. Scholten/N.V. W.A. Scholten's Aardappelmeelfabrieken). Zie over stromannen ook Slagter, blz. 235 e.v.; zie over het gebruik van stromannen bij Koninklijke Nedlloyd Groep N.V.; Van der Grinten, W.C.L., FD 17 febr. 1988 en Stromannen en Kunststro, in Van vennootschappelijk belang, blz. 51 e.v.

Hollandsche Kunstzijde Industrie, welke vennootschap een stemrechtbeperking kende van maximaal 6 stemmen per aandeelhouder. Bij alle vennootschappen waren Enka en Maekubee als oprichters betrokken, doch de buitenstaanders (ongeveer 45 in totaal) kwamen in wisselende combinaties voor, zodat niet zou kunnen worden gesteld dat alle 860 vennootschappen dezelfde aandeelhouders hadden. Deze handelwijze is scherp veroordeeld door Van der Heijden in zijn artikel Kunst-stroo^{*137}.

Kamphuisen^{*138}, die betrokken was bij de oprichtingen van de vennootschappen, gaat niet in op de kritiek van Van der Heijden, doch deelt wel mede dat de constructie tot resultaat heeft gehad dat partijen tot overeenstemming zijn gekomen.

De wet van 1928, in werking getreden op 1 april 1929, regelde het stemrecht in art. 44b. Deze wet gaat uit van drie stelsels. De leden 2 en 3 gaan uit van een stelsel van evenredigheid; lid 4 van een degressief stelsel^{*139} en lid 5 van een stelsel van volstrekt beperkt stemrecht. Laatstgenoemd stelsel sluit aan bij de stemrechtbeperking zoals onder de oude wet van kracht was. In zijn artikel Kunst-stroo stelt Van der Heijden^{*140} omtrent de nieuwe wettelijke regeling van het stemrecht, dat het vast staat, dat vele vennootschappen niet gediend zijn van de toekenning van evenredig stemrecht aan haar aandeelhouders, aangezien dit stelsel de kans van verrassingen op de algemene vergadering van aandeelhouders vergroot en een gevaarlijk wapen kan leveren in de hand van hen die het niet te doen is om de bloei van de onderneming. Van der Heijden achtte het niet onwaarschijnlijk dat de oude regel van de stemrechtbeperking het in populariteit van de nieuwe zou winnen. Het nagaan of de verwachting van Van der Heijden in de eerste jaren na de invoering van de wet ook is uitgekomen, vergt een tijdrovend onderzoek dat het bestek van dit boek te buiten gaat. Uit het statutenonderzoek is wel gebleken dat de vennootschappen, welke thans nog een stemrechtbeperking kennen nagenoeg alle vennootschappen zijn die reeds voor 1929 bestonden.

Een van de vennootschappen die voor 1929 reeds bestond en na 1929 haar stemrechtbeperking heeft gehandhaafd is de N.V. Tilburgsche Waterleiding-Maatschappij. Sterker nog, zij heeft het kennelijk noodzakelijk ge-

137) Van der Heijden, E J J, Kunst-Stroo, NV 7, blz 321 (De statuten van Akzo N.V., van welk concern Enka thans deel uitmaakt, kennen ook een stemrechtbeperking (art 46 lid 2)) Het betoog van Van der Heijden werd nadien bestreden door De Vries, Th, NV 8, blz 83 en 112, zie hierover Van der Grinten, W C L, in Stromannen en Kunststroo, in Van vennootschappelijk belang, blz 52 en 53

138) Kamphuisen, P.W., Boekbespreking van de 5e druk van het Handboek, NV 28, blz. 57.

139) Met betrekking tot de toepassingsmogelijkheden van dit stelsel is de wet niet geheel duidelijk. Zie hierover Handboek, No 216 en Plompen, P M A L. en Stagter, W J., Rechtspersonen, art 118, aant 2

140) Van der Heijden, E J J, Kunst-Stroo, NV 7, blz 322

vonden de betreffende bepaling aan te scherpen*¹⁴¹ door een toevoeging welke in de volgende passage is onderstreept:

Ieder geheel aandeel geeft recht op een stem; eveneens twee onderaandelen van zevenhonderdvijftig gulden (f. 750,—) of tien van honderdvijftig gulden (f. 150,—); niemand mag echter voor zich zelf meer dan zes en als gemachtigde van andere aandeelhouders bovendien meer dan zes stemmen voor die andere aandeelhouders in totaal uitbrengen (art. 118).

Overigens is over de uitleg van deze bepaling - welke na invoering in 1930 tot voor enkele jaren niet meer werd gewijzigd - in het begin van de jaren tachtig een diepgaand verschil van mening ontstaan tussen de vennootschap en een aantal opponerende aandeelhouders. Het bestuur van de vennootschap was van mening dat de betreffende bepaling - zowel naar strekking als naar de ten tijde van haar totstandkoming en daarna geldende rechtsopvattingen en gebezigde terminologie - zo dient te worden verstaan dat onder 'gemachtigde' niet alleen zijn begrepen de gevolmachtigden maar ook de wettelijke vertegenwoordigers van minderjarigen en de vertegenwoordigers van rechtspersonen (de bestuurders). Deze zienswijze van het bestuur werd door de Staatssecretaris van Justitie niet gevolgd*¹⁴².

Dit verschil van inzicht heeft vermoedelijk enkele vennootschappen, die in hun statuten ook een beperking hebben opgenomen van het aantal door een gemachtigde uit te brengen stemmen, geïnspireerd tot detaillering van de betreffende bepaling (zie het slot van de in paragraaf IV.1.8.4.4. aangehaalde statutaire bepaling van Rentefonds Nederlandse Waarden N.V.).

De nieuwe wettelijke bepaling van art. 44b WvK heeft geleid tot een aantal departementale standpunten, waarvan het volgende een van de belangrijkste is.

In ontwerp statuten was de volgende bepaling opgenomen:

'Elk aandeel geeft recht tot het uitbrengen van één stem met dien verstande dat echter door een houder van zes of meer cumulatief preferente aandelen, niet meer dan zes stemmen kunnen worden uitgebracht'.

Hiertegen had het departement bezwaar. De beperking van stemrecht tot zes stemmen is op zichzelf geoorloofd. Niet toelaatbaar is echter dat deze beperking slechts betrekking heeft op aandelen van een bepaalde soort. De wet stelt de eis, dat aan eenzelfde aandeelhouder niet meer dan zes stemmen worden toegekend. Deze eis geldt ongeacht de aard van het aandelenbezit van de aandeelhouders*¹⁴³.

De bepaling van art. 44b WvK is nagenoeg ongewijzigd overgenomen in art.

141) Besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders d.d. 11 juni 1930.

142) Zie hierover Löwensteyn, F.J.W., De overval op de Tilburgse Waterleiding-Maatschappij, TVVS 1979, blz. 395 e.v. en Maeijer, J.M.M., in zijn noot onder Pres. Rb. Breda 30 okt. 1979, NJ 1981, 220.

143) Van der Grinten, W.C.L., Departementale opvattingen, NV 44, blz. 189; Zie ook NV 8, blz. 371; NV 16, blz. 93; NV 42, blz. 184.

118 Boek 2 BW. In de nieuwe wet en ook nadien zijn enige bepalingen (leden 7, 8 en 9) toegevoegd met betrekking tot het stemrecht op eigen aandelen of certificaten daarvan.

Art. 118 gaat, evenals zijn voorloper art. 44b WvK, uit van het bedrag van de nominale waarde van de aandelen. Kennen de statuten aandelen van een verschillend bedrag, dan is het aantal stemmen van iedere aandeelhouder gelijk aan het aantal malen, dat het bedrag van het kleinste aandeel is begrepen in het gezamenlijk bedrag van zijn aandelen; gedeelten van stemmen worden verwaarloosd (art. 118 lid 3)*¹⁴⁴. Bij het statutenonderzoek werd een van dit stelsel afwijkende regeling aangetroffen bij:

N.V. ASSOCIATIE VAN UITGEVERS VAN DAGBLADEN EN TIJDSCHRIFTEN (A.U.D.E.T.)
Het maatschappelijk kapitaal der vennootschap bedraagt dertig miljoen gulden (f. 30.000.000,—) verdeeld in een miljoen vijfhonderdduizend (1.500.000) gewone aandelen van tien gulden (f. 10,—) en eenhonderdvijftigduizend (150.000) preferente aandelen van eenhonderd gulden (f. 100,—); geplaatst zijn ... (art. 4 lid 1).
Elk aandeel heeft recht op een stem (art. 17 lid 1).

In de overige bepalingen van de statuten is het door een aandeelhouder uit te brengen aantal stemmen niet beperkt tot zes, zodat hier geen sprake kan zijn van een stemrechtbeperking als bedoeld in art. 118 lid 5 (volstrekt beperkt stemrecht). Aangenomen mag worden dat bij de statutenwijziging waarbij de gewone aandelen werden gesplitst in aandelen van f. 10,— verzuimd is de stemrechtbepaling dienovereenkomstig aan te passen. Bij strijd tussen de bepalingen van de statuten en de wet, prevaleert de wet. De (eventuele) houders van preferente aandelen zullen naar mijn mening dan ook, ondanks genoemde statutaire bepaling, met een beroep op de wettelijke bepaling van art. 118 lid 3, 10 stemmen kunnen uitbrengen op elk aandeel van nominaal f. 100,—.

Art. 92 laat wel de mogelijkheid open - met inachtneming van de overige wettelijke bepalingen - aan aandelen van hetzelfde nominale bedrag zeggenschapsrechten toe te kennen die niet evenredig zijn aan de kapitaaldeelname. Door het variëren van de stortingsverplichting (b.v. niet volgestorte preferente aandelen) kan bereikt worden dat een groep met een kleinere kapitaaldeelname dan de anderen dezelfde of meer zeggenschap krijgt*¹⁴⁵.

IV.1.8.3. Voorstellen om de stemrechtbeperking op een andere wijze te gebruiken als beschermingsmiddel

Van verschillende zijden zijn in de loop van de tijd voorstellen gedaan om met behulp van het stemrecht vennootschappen te beschermen tegen over-

144) Voor de vraag hoeveel stemmen kunnen worden uitgebracht op aandelen waarvoor een stemrechtbeperking geldt en die tot een gemeenschap behoren zie Van der Grinten, W.C.L., Stemrecht bij gemeenschap van aandelen in Tot Vermaak Van Slagter, feestbundel aangeboden aan Prof.Mr. W.J. Slagter ter gelegenheid van zijn 65e verjaardag, blz. 83.

145) Boelens, blz. 122 e.v.

vallen en onvriendelijke overnemingen. Blom^{*146} heeft in dit verband als extra beveiliging voorgesteld: alleen stemrecht a) bij uitgifte van de aandelen of b) na vijf jaar onafgebroken bezit van de aandelen, waaruit blijkt dat de aandeelhouder echt belangstelling voor de vennootschap en daarom recht van meespreken heeft. Blom vraagt zich voorts af of het niet wenselijk zou zijn om de trouwe aandeelhouder een premie voor zijn trouw te geven door zijn stemrecht te vermenigvuldigen met de jaren van zijn bezit tot een maximum van vijf maal. Met andere woorden een premie voor langdurig aandelenbezit in de vorm van meervoudig stemrecht.

Een ander geluid laat Kamphuisen^{*147} horen. Hij vraagt zich af hoe het komt dat, zonder iemands tegenspreken, als een algemeen aanvaard axioma wordt gesteld, dat de meest - neen, de éni^g - democratische regeling van het stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders deze is, dat voor ieder aandeel, zonder enige beperking, één stem wordt uitgebracht. Sinds wanneer, zo vraagt Kamphuisen zich af, is het een eis van de democratie, dat men invloed heeft naar de mate van zijn belang. Bij het algemeen kiesrecht krijgt men ook niet het aantal stemmen evenredig aan zijn vermogen. Kamphuisen geeft in overweging de regel: iedere aandeelhouder één stem^{*148}.

Zoals wij in paragraaf I.1. hebben gezien, hebben aandelen twee functies, een 'kapitaalfunctie' en een 'zeggenschapsfunctie'. Zijn beide functies onverbrekkelijk met elkaar verbonden^{*149}? Bij preferente beschermingsaandelen staat de zeggenschapsfunctie voorop en is de kapitaalfunctie van ondergeschikte betekenis; sterker nog, er wordt op constructies gestudeerd om deze laatste functie zoveel mogelijk te elimineren. Kan hieruit - doorredenerend - een argument worden geput voor de stelling dat ook aandelen met in hoofdzaak een kapitaalfunctie en zonder zeggenschapsfunctie mogelijk moeten zijn, of anders gezegd, aandelen zonder of met een beperkt stemrecht. Naar mijn mening wel. De wet kent (thans nog) geen aandelen zonder stemrecht of met een beperkt stemrecht. Het ontwerp voor de Societas Europaea voorziet wel in de mogelijkheid van aandelen zonder stemrecht^{*150}. De Nederlandse Antillen hebben onlangs het Wetboek van

146) Blom, A., Ueberfremdung ener N.V. en vijfjaren bezit als voorwaarde voor stemrecht, NV 39, blz. 95; zie ook Van Houten Szn, D., t.a.p., blz. 60.

147) Kamphuisen, P.W., Stemrecht, democratie en de toekomstige machthebbers, NV 38, blz. 1.

148) Deze regel komt voor in de statuten van Meneba N.V. (art. 31 lid 8).

149) Janssen, J.F.M., beantwoordt deze vraag bevestigend in Dient naar komend recht aan de openbare vennootschap rechtspersoonlijkheid te worden toegekend? (I), WPNR 5812, blz. 20.

150) Ontwerp III-2-2, lid 2 en Treurniet, W.C., daarover in Titel III, Kapitaal, aandelen en rechten der aandeelhouders, obligaties, NV 45, blz. 204, linkerkolom.

Koophandel van de Nederlandse Antillen*¹⁵¹ gewijzigd om de uitgifte van aandelen zonder stemrecht of met een beperkt stemrecht mogelijk te maken. Dat ook in Nederland voor het instituut van aandelen zonder stemrecht belangstelling bestaat, blijkt niet alleen uit enkele gedachten dienaangaande in de literatuur*¹⁵², doch ook uit de praktijk. Indien de wet bepaalde rechtsfiguren, waaraan kennelijk behoefte bestaat, niet toestaat, dan is het niet ongebruikelijk dat de praktijk hiervoor oplossingen tracht te vinden, welke het beoogde doel zo dicht mogelijk evenaren. De invoering van een figuur welke tot op zekere hoogte het zelfde effect zou kunnen hebben als aandelen zonder stemrecht is mogelijk gemaakt door de Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.. Als toelichting op een voorstel tot statutenwijziging schrijft de KLM: 'het is wenselijk de mogelijkheid te openen het aansprakelijk vermogen van de vennootschap uit te breiden door de uitgifte van winstdelende participatiebewijzen. Hiermede wordt aangesloten bij een in Zwitserland reeds meer dan 10 jaar bestaande praktijk, waar veel bedrijven dergelijke bewijzen hebben uitgegeven.'*¹⁵³. Voorgesteld wordt invoering van een nieuw artikel 15A, luidende:

Participatiebewijzen.

De directie kan - onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen en van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen - participatiebewijzen, aan toonder of op naam, en al dan niet met een nominale waarde, uitgeven, welke recht geven om te delen in de winst en eventueel ook in het liquidatiesaldo.

Het behoeft geen nader betoog dat invoering in de wet van de mogelijkheid van uitgifte van aandelen zonder stemrecht of met een beperkt stemrecht zou betekenen dat een belangrijk middel voor de beveiliging van vennootschappen tegen een overval of een onvriendelijke overname aan het bestaande arsenaal van statutaire beschermingsmiddelen wordt toegevoegd. Men dient er dan wel voor te zorgen dat een voldoende aantal aandelen met stemrecht in bevriende handen is.

151) Staten van de Nederlandse Antillen, zitting 1987-1988, Landsverordening tot wijziging van het Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen. Invoering van art. 89a en 93a. Ook de 28 juni 1988 op Aruba ingevoerde nieuwe rechtspersoon de Aruba Vrijgestelde Vennootschap kent aandelen zonder stemrecht; zie Burgers, H.Th.M., De 'Aruba Vrijgestelde Vennootschap', TVVS 1988, blz. 219.

152) Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 229; Suetens Bourgeois, G., De verhouding meerderheid - minderheid in de naamloze vennootschap en Van der Grinten, W.C.L., daarover in NV 48, blz. 106; zie ook Van der Grinten, W.C.L., Bundel-Verdam (Uit het recht), 1971, blz. 303 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 158; Van Schilfgaarde, P., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 35; Fentener van Vlissingen, P., Het aandelenbezit in Europa is in opmars, meer bescherming is niet nodig, NRC Handelsblad 9 mei 1988.

153) Zie paragraaf VIII.7.2.1.(c); zie ook Galavazi, J.I.H.M. en Van Wilsum, H., In Nederland nu ook Non-Voting Shares?, NV 66, blz. 130. De VvdE verbindt voorwaarden aan uitgifte van participatiebewijzen; zie hierover Beursplein 5, 31 aug. 1987, blz. 1.

IV.1.8.4. StatutenonderzoekIV.1.8.4.1. Aantallen stemrechtbeperkingen

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van stemrechtbeperkingen het volgende resultaat opgeleverd:

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen met een stemrechtbeperking	
		aantal	%
officiële markt	193	12	6,2
parallelmarkt	44	1	2,3
totaal	237	13	5,5

Van de ter beurze genoteerde vennootschappen zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk). Geen van deze bmvk's kent in zijn statuten een stemrechtbeperking. Laten wij deze bmvk's buiten beschouwing dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen met een stemrechtbeperking	
		aantal	%
officiële markt	163	12	7,4
parallelmarkt	43	1	2,3
totaal	206	13	6,3

Opmerkingen:

- Het aantal vennootschappen met een stemrechtbeperking is relatief klein (5,5%), doch dit is bepaald niet het geval ten aanzien van de gezamenlijke beurswaarde. De 13 vennootschappen vertegenwoordigden per eind 1987 gezamenlijk \pm 42 procent van de totale beurswaarde van de ter beurze te Amsterdam genoteerd staande aandelen¹⁵⁴.
- Van de 13 vennootschappen die op de officiële markt genoteerd zijn, zijn 5 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime. De op de parallelmarkt genoteerde vennootschap is eveneens een volledige structuurvennootschap. Op de overige 7 vennootschappen is het structuurregime niet van toepassing.
- Men zou verwachten dat alle vennootschappen met een stemrechtbeperking

154) Bron: Facts & Figures 1987, uitgegeven door de Amsterdamse Effectenbeurs, en opgave Algemene Bank Nederland N.V.

noch preferente beschermingsaandelen, noch een beperking van het aandelenbezit (X%-regeling) gecombineerd met een certificering zouden kennen, omdat de stemrechtbeperking ook van toepassing is op de houder(s) van de preferente beschermingsaandelen (stichting bescherming continuïteit) en op het administratiekantoor als houdster van de gecertificeerde aandelen. Er mag immers geen onderscheid per soort van aandelen gemaakt worden. Bij de op de officiële markt genoteerde vennootschappen heeft echter één vennootschap naast de stemrechtbeperking ook een 1% regeling. De op de parallelmarkt genoteerde vennootschap heeft behalve een stemrechtbeperking ook niet-royeerbare certificaten; op de gewone aandelen, welke niet genoteerd zijn, is een blokkadebepaling (aanbiedingsregeling) van toepassing.

d) Voor cumulatie met andere beschermingsmiddelen en -constructies zie hoofdstuk VII.

IV.1.8.4.2. Soorten stemrechtbeperkingen

Alhoewel de redacties van de diverse statutaire bepalingen onderling verschillen komen zij, op één na, hierop neer dat een aandeel (van dezelfde nominale waarde) recht geeft op het uitbrengen van een stem, doch dat het door een en dezelfde stemgerechtigde uit te brengen aantal stemmen aan een maximum is gebonden. De maxima variëren van 1 stem^{*155} tot 6.000 stemmen^{*156}. Ook komt het voor dat het maximum gebonden wordt aan een percentage van het geplaatste kapitaal (zie de in paragraaf IV.1.8.4.4. aangehaalde statutaire bepaling van Rentefonds Nederlandse Waarden N.V.). De enige uitzondering op het hiervoor genoemde systeem vormt:

De Maxwell Petroleum Holding N.V.

Iedere houder van één tot en met zestig aandelen heeft recht tot het uitbrengen van één stem, terwijl telkens één tot en met zestig aandelen daarboven recht geven op nog één stem. Niemand zal echter meer dan zes stemmen kunnen uitbrengen. (art. 20 lid 2).

Bij 3 van de 13 op de officiële markt genoteerde vennootschappen en bij de enige op de parallelmarkt genoteerde vennootschap, is het door een stemgerechtigde aantal uit te brengen stemmen beperkt tot 6. Deze stemrechtbeperkingen kunnen gerangschikt worden onder het systeem van het volstrekt beperkt stemrecht van art. 118 lid 5. Gelet op de formulering van de statutaire bepalingen is het echter ook mogelijk deze, tezamen met de overige (10), onder te brengen onder het systeem van het degressief

155) Meneba N.V. (art. 31 lid 8). De statuten van Meneba bevatten behalve de reeds genoemde 1% regeling voorts ook nog een kwaliteitseis voor aandeelhouders:

Uitgifte en overdracht der aandelen mag, onverminderd het bepaalde in lid 2 van dit artikel (goedkeuring van hoofddirectie voor overdracht van aandelen, RPV) slechts geschieden aan natuurlijke- of rechtspersonen, die het bakkersbedrijf uitoefenen of die geregeld de produkten der vennootschap nodig hebben of die naar het oordeel van de hoofddirectie noch de belangen der vennootschap noch die der Nederlandse bakkerij schaden (art.13 lid 1).

156) N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij (art. 34 lid 4).

stemrecht als bedoeld in art. 118 lid 4^{*157}.

IV.1.8.4.3. Beperking van het door gemachtigden uit te brengen aantal stemmen

Behalve het door een en dezelfde stemgerechtigde uit te brengen aantal stemmen kan ook het door een gemachtigde voor andere stemgerechtigden uit te brengen aantal stemmen aan een maximum worden gebonden^{*158}. Een dergelijke regeling komt voor bij 7 van de 13 op de officiële markt genoteerde vennootschappen; de op de parallelmarkt genoteerde vennootschappen kennen een dergelijke regeling niet. Het door een gemachtigde maximaal uit te brengen aantal stemmen is doorgaans gelijk aan het aantal door een stemgerechtigde maximaal uit te brengen stemmen, met als gevolg dat een stemgerechtigde tweemaal het toegestane aantal stemmen kan uitbrengen (eenmaal voor zichzelf en eenmaal als gemachtigde), doch in een enkel geval geldt het maximum voor beide hoedanigheden, terwijl ook wel voor de gemachtigde het dubbele aantal voorkomt. De richtlijnen^{*159} bepalen dat de bevoegdheid van de aandeelhouder om een advocaat, notaris of registeraccountant te zijner keus als gemachtigde aan te wijzen, niet mag worden uitgesloten. Het is wel mogelijk de personen die als gemachtigden mogen optreden tot deze personen te beperken.

HOLEC N.V.

Elk aandeel geeft recht op één stem, met dien verstande, dat niemand voor zich zelf meer dan zes stemmen, noch als gemachtigde van aandeelhouders meer dan twaalf stemmen kan uitbrengen. Als gemachtigden bij stemming mogen slechts aandeelhouders, advocaten, notarissen en registeraccountants optreden. (art. 28 lid 10).

Een variant op het hiervoor genoemde systeem - welke echter geen stemrechtbeperking is in de zin van art. 118 en derhalve niet is verwerkt in het in paragraaf IV.1.8.4.1. opgenomen overzicht van het aantal voorkomende stemrechtbeperkingen - is die, waarbij geen stemrechtbeperking geldt voor de stemgerechtigde, doch wel voor een gemachtigde van een stemgerechtigde. Een dergelijke regeling wordt met name aangetroffen in samenhang met 'beperking van het aandelenbezit, gecombineerd met een certificering'^{*160}.

N.V. AMEV

Een gemachtigde van een of meer personen aan wie het stemrecht op gewone aandelen toekomt, kan, tezamen met de stemmen tot het uitbrengen waartoe hij uit andere hoofde dan als gemachtigde gerechtigd is, nooit meer stemmen uitbrengen dan het aantal stemmen dat op één procent van het in de vorm van gewone aandelen geplaatste

157) Zie ook 10e druk van het Handboek, No. 216, een na laatste alinea, welke in de 11e druk is vervallen; Van den Hoek, P.C., Kluwer Spitsuurstudies (3 december 1987), Overname en Fusies, Syllabus, blz. 2, is van mening dat de degressieve stemrechtbeperking in de praktijk nooit voorkomt, hetgeen naar mijn mening een misvatting is.

158) Zie hierover ook paragraaf III.3.4. en IV.2.4.10.

159) Richtlijnen 1986, Paragraaf 11.

160) Zie hiervoor paragraaf IV.2.4.10.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

kapitaal, als bedoeld in artikel 12, lid 2, laatste zin (door de vennootschap verkregen gewone aandelen worden als geplaatst beschouwd, ongeacht of zij al dan niet zijn ingetrokken, RPV), maximaal kan worden uitgebracht. (art. 30 lid 2).

Vanuit een beschermingsoogpunt bezien kan een soortgelijke bepaling ook van belang zijn indien het onlangs ontstane gebruik van belangengroepen^{*161}, en het aangekondigde voornemen van de Vereniging van Effectenbezitters VEB^{*162}, om, al dan niet via de media, op grote schaal volmachten te verzamelen, verdere doorgang vindt.

IV.1.8.4.4. Groepsmaatschappijen en dochtermaatschappijen

In paragraaf IV.1.8.2. is aan de orde geweest de problematiek ten aanzien van het gebruik van stromannen. Een andere methode om te trachten een stemrechtbeperking te ontgaan is het door een aandeelhoudster/vennootschap gebruik maken van groeps- of dochtermaatschappijen. De aandelen waarop een stemrechtbeperking rust worden door de groeps- of dochtermaatschappijen op een zodanige wijze aangekocht, dat elke groeps- of dochtermaatschappij een maximaal aantal stemmen binnen de stemrechtbeperking kan uitbrengen. Bij het statutenonderzoek zijn geen bepalingen aangetroffen die proberen een dam op te werpen tegen dergelijke praktijken. De vraag is ook in hoeverre het mogelijk en nodig is een dergelijke bepaling in de statuten op te nemen.

161) FD 3 febr. 1988, advertentie van Hagen & Co. met o.a. een oproep aan de aandeelhouders Koninklijke Nedlloyd Groep N.V. om volmachten af te geven om op een algemene vergadering van aandeelhouders tegen bepaalde bestuursvoorstellen te stemmen. FD 5 febr. 1988, oproep van een groep verontruste aandeelhouders Nedlloyd om o.a. volmachten af te geven om voor de betreffende bestuursvoorstellen te stemmen; NRC Handelsblad 16 april 1988, advertentie van Beleggingsmaatschappij Adriaan van Erk B.V. met een oproep aan de aandeelhouders van Landré & Glinderman om o.a. volmachten af te geven om tegen het voorstel tot statutenwijziging (beperking van het aandelenbezit, gecombineerd met certificering) te stemmen; NRC Handelsblad van 30 mei 1988, advertentie van Unigro N.V. met een oproep aan de aandeelhouders van Schuitema N.V. om o.a. volmachten te verstrekken om tegen het bestuursvoorstel tot aanwijzing van de directie als het bevoegd orgaan tot uitgifte van aandelen en beperking van het voorkeursrecht) te stemmen; NRC Handelsblad van 27 juli 1988, advertentie van de Stichting Aandeelhoudersbelangen HCS met een oproep aan de aandeelhouders van HCS Technology N.V., inhoudende om ter bescherming van rechten als aandeelhouder aanwezig te zijn op de aandeelhoudersvergadering van HCS van 5 augustus 1988 om aldaar stem tegen de geagendeerde bestuursvoorstellen uit te brengen; NRC Handelsblad van 9 dec. 1988 met een oproep aan de aandeelhouders van IBB-Kondor Groep N.V. om tegen de voorstellen van de heer Van Herk c.s. (ontslag commissarissen en algemene directie) te stemmen.

162) FD 15 april 1988, mededeling van het besluit van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) om in daartoe geëigende situaties aan haar leden de gelegenheid te bieden om zich door de VEB in aandeelhoudersvergaderingen te laten vertegenwoordigen. Circulaire aan de leden van de Vereniging van Effectenbezitters VEB van jan. 1989 met het verzoek om doorlopende volmachten om namens aandeelhouders aandeelhoudersvergaderingen te bezoeken, aldaar het woord te voeren en in het belang van aandeelhouders te stemmen.

Bij de statutaire regelingen met betrekking tot 'beperking van het aandelenbezit, gecombineerd met een certificering' (de zgn. X%-regeling), zijn de beperkende bepalingen ten aanzien van aandeelhouders/sters, die:

- a) tot een groep behoren en/of dochtermaatschappij zijn*163, of
- b) de aandelen houden krachtens een onderlinge regeling tot samenwerking*164,

gebaseerd op een statutaire regeling en niet op een wettelijke bepaling van dwingend recht. De stemrechtregeling van art. 118 is van dwingend recht. Een bepaling met de enkele strekking, dat voor de uitoefening van het door een aandeelhouder maximaal aantal uit te brengen stemmen, aandeelhouders/sters, die:

- a) tot een groep behoren en/of dochtermaatschappij zijn, of
- b) de aandelen houden krachtens een onderlinge regeling tot samenwerking, tezamen als één aandeelhouder worden aangemerkt, lijkt mij op gespannen voet staan met de tekst en strekking van de leden 4 en 5 van art. 118, waarin gesproken wordt over 'een zelfde aandeelhouder'*165.

Het voorgaande neemt niet weg dat, een aandeelhoudster/vennootschap die uitsluitend en alleen met het oogmerk om een bestaande stemrechtbeperking van een vennootschap te ontgaan, haar aandelen in deze vennootschap spreidt over groeps- of dochtermaatschappijen, op het beleid waarvan zij direct of indirect invloed kan uitoefenen, en vervolgens dienovereenkomstig stem uitbrengt, dan wel laat uitbrengen, in een algemene vergadering van aandeelhouders van deze vennootschap, in strijd handelt met art. 7. Naar mijn mening is hiervoor geen afzonderlijke statutaire bepaling nodig die dit verbiedt.

Bij het statutenonderzoek werd een bepaling als in de vorige alinea bedoeld met betrekking tot een 'onderlinge regeling tot samenwerking' aangetroffen in de statuten van:

Rentefonds Nederlandse Waarden N.V.*166

In de algemene vergadering geeft ieder aandeel recht op het uitbrengen van één stem, met dien verstande evenwel dat niemand voor zichzelf of voor al degenen, die hij vertegenwoordigt tezamen, meer stemmen kan uitbrengen dan kan worden uitgebracht op één procent van het aantal aandelen, waarin het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap is verdeeld. Voor de toepassing van de vorige zin worden twee of meer houders van gewone aandelen, die op grond van een tussen hen bestaande onderlinge regeling samenwerken met het oogmerk het bepaalde in de vorige zin te ontgaan, tezamen als één houder aangemerkt.

163) Zie paragraaf IV.2.4.8.a.

164) Zie paragraaf IV.2.4.8.b.

165) In dezelfde zin Van der Grinten, W.C.L., Stromannen en Kunststro, in Van vennootschappelijk belang, blz. 57.

166) Deze vennootschap - een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal - is op 18 december 1987 uit de notering genomen en derhalve niet in het aan het begin van deze paragraaf vermelde overzicht opgenomen.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Het in de eerste zin ten aanzien van een vertegenwoordiger bepaalde laat onverlet het recht van een wettelijk vertegenwoordiger om voor ieder van de door hem als zodanig vertegenwoordigden ten hoogste het in de eerste zin bedoelde aantal stemmen uit te brengen. (art. 27 lid 1).

IV.1.8.4.5. Kredietinstellingen

Een afzonderlijke categorie vormen de kredietinstellingen in de zin van de Wet toezicht kredietwezen. In deze wet wordt - voorzover ten deze van belang - bepaald¹⁶⁷ dat degene, die op grond van de aandelen, die hij rechtstreeks of middellijk in een kredietinstelling heeft, meer dan een twintigste deel van het aantal stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders kan uitbrengen of doen uitbrengen, tot het uitbrengen of doen uitbrengen van één of meer stemmen niet bevoegd is, zolang een verklaring van geen bezwaar van De Nederlandsche Bank niet is verkregen. De wet spreekt over 'in de algemene vergadering van aandeelhouders kan uitbrengen'. Niet geheel duidelijk is of hiermede wordt bedoeld dat wie meer dan een twintigste van het geplaatste kapitaal van een kredietinstelling bezit voor het meerdere geen stemrecht kan uitoefenen, tenzij een verklaring van geen bezwaar is verkregen, of dat wie meer dan een twintigste van het aantal stemmen in de betreffende algemene vergadering van aandeelhouders vertegenwoordigt voor dat meerdere geen stem kan uitbrengen. De eerstgenoemde mogelijkheid lijkt gelet op de strekking van de Wet toezicht kredietwezen het meest logisch; bij de tweede mogelijkheid is het al dan niet stem kunnen uitbrengen afhankelijk van toevallige omstandigheden, namelijk hoeveel andere aandeelhouders ter vergadering aanwezig of vertegenwoordigd zijn. Deze wettelijke bepaling is op elke onder genoemde wet vallende kredietinstelling van toepassing ongeacht of de statuten hierover iets bepalen of niet. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat slechts bij enkele kredietinstellingen een dergelijke bepaling in de statuten voorkomt. Bij dit schaarse aantal zijn echter wel verschillende formuleringen aangetroffen. De tekst van de wet wordt in grote lijnen gevolgd door:

Kempen & Co. N.V.

Degene, die op grond van de aandelen die hij rechtstreeks of middellijk in de vennootschap heeft, meer dan een twintigste deel van het aantal stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders kan uitbrengen of doen uitbrengen, of anderszins een vergelijkbare zeggenschap rechtstreeks of middellijk in de vennootschap kan uitoefenen of doen uitoefenen, is tot het uitbrengen of doen uitbrengen van een of meer stemmen onderscheidenlijk het anderszins uitoefenen of doen uitoefenen van vergelijkbare zeggenschap niet bevoegd, zolang niet een verklaring van geen bezwaar van De Nederlandsche Bank N.V. is verkregen en aan de voorzitter van de vergadering overlegd.
(art. 21 lid 6).

De hiervoor als eerste gegeven uitleg van de bedoeling van de tekst van de wet is aangetroffen bij:

Van der Moolen & Co. N.V.

167) Art. 25 lid 2; zie ook Paragraaf III.4.d.

Ieder aandeel geeft recht op één stem met inachtneming van het navolgende. Geen (rechts) persoon kan als aandeelhouder en/of vruchtgebruiker en/of pandhouder meer stemmen uitoefenen dan overeenkomt met vijf procent (5%) van het aantal geplaatste aandelen.

(art. 37 lid 5).

De hiervoor als tweede gegeven uitleg, dan wel een op zichzelf staande formulering, is aangetroffen bij:

Nederlandsche Middenstandsbank N.V.

Voor ieder gewoon aandeel kan op de algemene vergadering van aandeelhouders een stem worden uitgebracht. Op de algemene vergadering van aandeelhouders kunnen evenwel door een persoon, hetzij als stemgerechtigde met betrekking tot gewone dan wel prioriteitsaandelen, hetzij als gemachtigde van een of meer stemgerechtigden met betrekking tot gewone dan wel prioriteitsaandelen, hetzij in beide hoedanigheden tegelijk, niet meer stemmen worden uitgebracht dan een twintigste deel van het aantal stemmen dat in de desbetreffende vergadering kan worden uitgebracht indien de onderhavige bepaling niet van toepassing zou zijn.

(art. 19 lid 1).

De onder genoemde wet vallende kredietinstellingen zijn niet in het in paragraaf IV.1.8.4.1. opgenomen overzicht verwerkt, met uitzondering van Van der Moolen & Co. N.V., die in de bepaling van de stemrechtbeperking in de statuten wel hetzelfde percentage hanteert, doch geen uitzondering maakt voor het geval een verklaring van de Nederlandsche Bank wordt overgelegd. De stemrechtbeperking van de Nederlandsche Middenstandsbank N.V. (NMB) is daarentegen niet in het overzicht verwerkt omdat deze en een aantal andere bepalingen pas in werking treden:

indien en zodra een afschrift van de akte tot wijziging van de statuten ten kantore van het handelsregister is neergelegd. Het besluit tot neerlegging is opgedragen aan de raad van bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen. De raad van bestuur is tot neerlegging bevoegd en verplicht zodra het aantal gewone aandelen van de Staat in de vennootschap vijf procent (5%) of minder bedraagt van het aan gewone geplaatste kapitaal (art.29 slotbepaling van de akte van statutenwijziging van 19 juni 1987)¹⁶⁸.

Op 1 januari 1988 was een afschrift van de hiervoor genoemde statutenwijziging van de NMB nog niet neergelegd ten kantore van het handelsregister in de plaats van vestiging (Amsterdam) van de vennootschap.

168) Zie Richtlijnen 1986, Paragraaf 4 slot.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

IV.1.9. Versterkte meerderheid en quorum*169

IV.1.9.1. Wettelijke bepalingen en richtlijnen

IV.1.9.1.a. Versterkte meerderheid

Alle besluiten waaromtrent bij de wet of de statuten geen grotere meerderheid is voorgeschreven, worden genomen bij volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen (art. 120 lid 1).

Hoofregel is dat alle besluiten worden genomen bij volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen ongeacht het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal. Wet en/of statuten kunnen echter anders bepalen. De wet doet dit in een aantal gevallen, welke in twee categorieën kunnen worden verdeeld:

- a. de wet stelt zelf voor bepaalde besluiten een minimum eis van een versterkte meerderheid indien een bepaald quorum niet ter vergadering aanwezig is*170, of eist algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd*171, of
- b. de statuten mogen dienaangaande geen zwaardere eisen stellen dan de wet bepaalt*172.

169) Handboek, No. 219 en 221; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 120, aant. 2, en Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, ORC 1986, Paragraaf 6, aant. 10; Slagter paragraaf 5.1.4.1.; Maeijer, blz. 85 en 128; Van Schilfgaarde, blz. 161; Sanders-Westbroek, blz. 188; Polak, blz. 132, Boelens, blz. 127 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., Quorum en extra-meerderheid, NV 24, blz. 61 e.v.; Vroom, blz. 41; Open ondernemerschap, blz. 239; Schut, blz. 26 e.v.; SMO-publicatie 1971, blz. 26 e.v.; Francissen en Jansen, blz. 100 e.v.

170) Art. 96a lid 7 (besluit tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing van het daartoe bevoegde vennootschapsorgaan), art. 99 lid 6 (besluit tot kapitaalvermindering) en art. 330 lid 1 (fusiebesluit); de statuten mogen wel zwaardere eisen stellen.

171) Art. 114 lid 2 (besluiten omtrent onderwerpen waarvan de behandeling niet bij de oproeping is aangekondigd), art. 115 (indien de oproepingstermijn niet in acht is genomen), art. 116 (vergadering vindt plaats in een andere gemeente dan in de statuten is vermeld) en art. 121 lid 3 (wijziging van een bepaling in de statuten, die de bevoegdheid tot wijziging van een of meer andere bepalingen uitsluit).

172) Art. 133 lid 2 (doorbreken bindend karakter van een voordracht), art. 134 lid 2 (schorsing en ontslag bestuurders en commissarissen). In deze gevallen mogen de statuten wel lichtere eisen stellen, Richtlijnen 1986, Paragraaf 6: 'mits niet groter dan twee derden der uitgebrachte stemmen'.

In nagenoeg alle overige gevallen^{*173} kunnen de statuten een versterkte meerderheid zonder enige beperking voorschrijven. Dit kan op twee manieren gebeuren, en wel door te bepalen:

1. dat besluiten slechts genomen kunnen worden met een versterkte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, of
2. dat besluiten slechts genomen kunnen worden met een versterkte meerderheid van de uitgebrachte stemmen, welke versterkte meerderheid ten minste een bepaald gedeelte van het geplaatste kapitaal moet vertegenwoordigen.

De versterkte meerderheid kan mede betreffen aandelen van een bepaalde soort, zoals b.v. prioriteitsaandelen of preferente aandelen^{*174}. Behoudens ten aanzien van de hiervoor genoemde uitzondering is men in de te treffen regeling vrij. De statuten kunnen ook eenstemmigheid eisen.

IV.1.9.1.b. Quorum

Tenzij bij de wet of de statuten anders is bepaald, is de geldigheid van besluiten niet afhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigde gedeelte van het kapitaal (art. 120 lid 2).

De quorum-eis wordt doorgaans zo omschreven dat de geldigheid van besluiten afhankelijk is van het ter vergadering vertegenwoordigde gedeelte van het kapitaal. Evenals dat het geval is bij de versterkte meerderheid kan een quorum mede betreffen aandelen van een bepaalde soort^{*175}. De te treffen regelingen zijn in beginsel vrij. De wet stelt in een aantal gevallen een quorum-eis^{*176}, doch bevat overigens geen bijzondere bepalingen dienaangaande. De richtlijnen daarentegen beperken het stellen van een quorum-eis bij besluiten ten aanzien van het doorbreken van het bindend karakter van een voordracht voor benoeming van bestuurders of commissarissen (art. 133 lid 2 en art. 142 lid 2) en bij besluiten tot schorsing of ontslag van bestuurders en commissarissen (art. 134 lid 2 en art. 144 lid 2). Hierbij mag een zwaardere quorum-eis dan een vergadering waarin de gerechtigden tot meer dan de helft van alle stemmen aanwezig of vertegenwoordigd zijn niet worden gesteld, tenzij bij het ontbreken van het vereiste quorum een nieuwe vergadering wordt belegd, waarin geen zwaardere quorum-eis wordt gesteld dan in het eerste deel van deze zin

173) Een uitzondering vormen voor een deel de besluiten die periodiek genomen dienen te worden in het kader van de structuurregeling (o.a. aanbeveling en bezwaar bij voorgenomen commissaris benoemingen, benoeming en ontslag aandeelhouderscommissie en goedkeuring jaarrekening). Voor de vraag in hoeverre voor deze besluiten versterkte meerderheids- en quorum-eisen gesteld kunnen worden zie paragrafen VI.4.2. e.v.

174) Handboek, No. 219. Vroeger werd hierover anders geoordeeld; zie Handboek, 8e druk, zelfde nummer; Cremers, blz. 11.

175) Handboek, No. 221. Ook hierover werd in het verleden anders gedacht; zie hierover Schut, blz. 29.

176) Art. 96a lid 7, 99 lid 6, 114, 115, 116, 121 en 330 lid 1. In deze artikelen wordt tevens een versterkte meerderheids-eis gesteld; zie hierover paragraaf IV.1.9.1.a.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

omschreven*177. Voor nagenoeg alle overige besluiten*178 is men vrijer en mag bijvoorbeeld worden bepaald, dat algemene vergaderingen van aandeelhouders slechts wettig kunnen worden gehouden indien het gehele geplaatste kapitaal ter vergadering vertegenwoordigd is, en dat alsdan besluiten slechts kunnen worden genomen met algemene stemmen*179.

Art. 120 lid 3 bevat een bepaling van regelend recht voor het geval in een algemene vergadering van aandeelhouders het quorum niet wordt gehaald. In dat geval kan, tenzij de statuten anders bepalen, een nieuwe vergadering worden bijeengeroepen waarin het besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het op deze vergadering vertegenwoordigd gedeelte van het kapitaal.

RAVAST N.V.

Een besluit tot wijziging dezer statuten of tot ontbinding der vennootschap kan slechts worden genomen met tenminste twee/derden der uitgebrachte stemmen, in een vergadering, waarin twee/derden gedeelten van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd zijn.

Indien het voorstel tot statutenwijziging of tot ontbinding der vennootschap is uitgegaan van de prioriteit en het vereiste kapitaal niet ter vergadering is vertegenwoordigd, dan wordt een tweede vergadering bijeengeroepen, te houden uiterlijk vier weken na de eerste, waarin, ongeacht het vertegenwoordigde deel van het kapitaal, mits met volstreekte meerderheid der uitgebrachte stemmen, een besluit, als bedoeld in het eerste lid van dit artikel, kan worden genomen.

Is het voorstel tot statutenwijziging of tot ontbinding der vennootschap niet uitgegaan van de prioriteit dan kan een tweede vergadering, als bedoeld in artikel 120 lid 3 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, die ongeacht het quorum een besluit zal kunnen nemen, niet worden gehouden.

(art. 20 lid 1)

Ten aanzien van de in de vorige paragraaf (IV.1.9.1.a. - versterkte meerderheid) onder 2 weergegeven formulering - welke gebruikt wordt in art. 133 lid 2 (doorbreken van het bindend karakter van een voordracht) en art. 134 lid 2 (besluiten tot schorsing of ontslag van bestuurders) - is Nolet*180 van mening dat dit geen combinatie is van een quorum-eis met een versterkte meerderheids-eis, doch dat deze bepaling alleen een

177) Richtlijnen 1986, Paragraaf 6 één na laatste alinea. Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 6, aant. 10, achten deze regeling in strijd met de wet.

178) Behoudens de in noot 173 genoemde besluiten in het kader van de structuurregeling.

179) Hierover werd in het verleden anders gedacht; zie Handboek, 8e druk, No. 221; gewijzigde zienswijze, 9e druk, zelfde nummer; zie ook Treurniet, W.C., Het scherm gaat op, NV 33, blz. 65; Maeijer, blz. 129.

180) Nolet, J.V., Misverstand over statutaire bepalingen in b.v.'s? Een poging tot bezinning, TVVS 1979, blz. 351.

versterkte meerderheid voorschrijft. De meeste schrijvers^{*181} zijn echter van oordeel dat bij genoemde formulering indirect van een quorum-eis kan worden gesproken. Het departement stelt zich, mogelijk in navolging van Nolet, op het standpunt dat alleen sprake is van een versterkte meerderheid. De vraag of er al dan niet sprake is van een quorum is van belang voor het van toepassing zijn van het hiervoor genoemde art. 120 lid 3. Indien het geen quorum is, kan - ook al bepalen de statuten niet anders - geen tweede vergadering worden gehouden. Uit een steekproef bij de onderzochte statuten is met betrekking tot de toepasselijkheid van art. 120 lid 3 bij uit de wet overgenomen formuleringen van art. 134 lid 2 (besluiten tot schorsing of ontslag van bestuurders) gebleken, dat het departement niet consequent is in het doorvoeren van zijn standpunt. Immers, in de helft van de statuten wordt bepaald dat bij het ontbreken van het quorum een tweede vergadering moet worden bijeengeroepen. In het grootste deel van de overige statuten wordt niets bepaald over art. 120 lid 3 of over een tweede vergadering. In enkele statuten wordt bepaald dat geen tweede vergadering met gebruikmaking van of overeenkomstig art. 120 lid 3 kan worden bijeengeroepen. Een dergelijke bepaling past in beide standpunten; ingeval wordt uitgegaan van toepasselijkheid van art. 120 lid 3 wordt bepaald dat geen tweede vergadering kan worden gehouden; ingeval van niet toepasselijkheid kan deze bepaling zo worden gelezen dat geen tweede vergadering kan worden gehouden, omdat, overeenkomstig het standpunt van het departement, art. 120 lid 3 toepassing mist. In enkele andere statuten wordt art. 120 lid 3 niet van toepassing verklaard.

IV.1.9.2. Combinatie van een versterkte meerderheid en een quorum

Het is mogelijk een combinatie te maken van een quorum- en een versterkte meerderheids-eis. Met een (combinatie van) quorum en versterkte meerderheid kan worden bereikt dat:

- a. een toevallig aanwezig (klein) deel van het geplaatste kapitaal een bepaald besluit niet kan nemen^{*182};
- b. de groot-aandeelhouders (oligarchische groep) altijd aanwezig dienen te zijn voor het nemen van een besluit.

Het gebruik van een quorum- en/of versterkte meerderheids-eis kan echter ook tot gevolg hebben dat een minderheid van de aandeelhouders een door de volstreekte meerderheid van de aandeelhouders gewenst besluit tegenhoudt.

In de praktijk van overvallen, onvriendelijke overnemingen en verdedigingen daartegen betekent het hanteren van een quorum- en versterkte meer-

181) Handboek, No. 219 en 221; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 120, aant. 4; Slagter, blz. 232; Dorhout Mees, paragraaf 4.341; Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 6, aant. 10.

182) Het voorkomt verrassingen op een algemene vergadering van aandeelhouders; het bewerkstelligt een zekere consolidatie van bestaande verhoudingen, hetgeen vooral van belang kan zijn bij samenwerkingsverbanden, zoals een joint-venture; zie Francissen en Jansen, blz. 101.

derheids-eis:

1. dat een overvalleur of onvriendelijke overnemer om bepaalde besluiten geëffectueerd te krijgen in de algemene vergadering van aandeelhouders over meer stemmen zal moeten beschikken dan zonder deze extra eisen het geval geweest zou zijn, en
2. dat het bestuur van de vennootschap eveneens meer haar welgezinde stemmen nodig zal hebben dan anders het geval geweest zou zijn om door haar gewenste besluiten door de algemene vergadering van aandeelhouders aangenomen te krijgen.

Vooraf de onder 2 genoemde consequentie kan de bewegingsvrijheid van een bestuur bij het treffen van (verdere) beschermingsmaatregelen tegen een overval, een onvriendelijke overname of anderszins ernstig belemmeren. Hierbij dient dan met name gedacht te worden aan besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders tot aanwijzing van een ander vennootschapsorgaan als het tot uitgifte van (preferente) aandelen bevoegde orgaan en besluiten tot statutenwijziging*183.

Bij het opstellen van quorum- en versterkte meerderheids-eisen dient men daarom nauwkeurig in het oog te houden waar de grens moet komen te liggen*184.

IV.1.9.3. Voorstellen om de versterkte meerderheids-eis op een andere wijze te gebruiken als beschermingsmiddel

Ram*185 heeft gesteld dat met betrekking tot mogelijke overvallen veel zorg aan de kant van de bestuurders en commissarissen zou worden weggenomen indien in de wet een bepaling zou worden opgenomen van de volgende strekking: 'Indien in een algemene vergadering van aandeelhouders een besluit wordt genomen, waarvan het bestuur en de raad van commissarissen bij meerderheid van stemmen menen dat zulk een besluit in strijd is met de belangen van de vennootschap, zullen het bestuur en de raad van commissarissen binnen 14 dagen na de vergadering waarin een dergelijk besluit werd genomen, een nieuwe vergadering kunnen bijeenroepen waarin het bedoelde besluit opnieuw ter stemming zal worden gebracht. Indien in die tweede vergadering het in de eerste vergadering genomen besluit wordt bekrachtigd met twee derden van de in de tweede vergadering geldig uitgebrachte stemmen, zal het besluit rechtskracht hebben en zullen het bestuur en de raad van commissarissen gehouden zijn het besluit uit te voeren'. Alhoewel het voorstel van Ram voor vele besturen en commissarissen ongetwijfeld aantrekkelijke kanten heeft, zou gesteld kunnen worden dat een dergelijke regeling op gespannen voet staat met het in de wet gemaakte onderscheid tussen enerzijds de taak van bestuurders en commissarissen en anderzijds de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders. In het voorstel van Ram gaan bestuurders en commissaris-

183) Vgl. Schuitema/Unigro; zie laatste noot van paragraaf IV.1.11.1.

184) Zie Schut, blz. 29; VU-rapport 1969, blz. 5.

185) Ram, Th.M., Verschillende meningen belemmeren oplossing, Een suggestie, FD 27 jan. 1968.

sen in feite ten dele op de stoel van de algemene vergadering van aandeelhouders zitten, hetgeen minder gewenst lijkt.

IV.1.9.4. Statutenonderzoek

Bij het statutenonderzoek zijn versterkte meerderheids- en/of quorum-eisen aangetroffen voor de volgende soorten besluiten waarbij de wet deze niet of niet in die mate stelt:

- **aanwijzing van een vennootschapsorgaan dat bevoegd is tot uitgifte van aandelen** 2
 Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid - Kondor Groep N.V.
 Voor besluiten van de algemene vergadering als bedoeld in het vorige lid van dit artikel (aanwijzing orgaan bevoegd tot uitgifte van aandelen, beperking of uitsluiting voorkeursrecht RPV) is vereist een meerderheid van ten minste twee/derde van de uitgebrachte stemmen indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd. (art. 4 lid 7)

- **beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of aanwijzing van een vennootschapsorgaan dat daartoe bevoegd is (andere versterkte meerderheid dan de wet (art. 96a lid 7) vereist)** 1
 Geveke N.V.
Een besluit tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht als in de eerste zin van dit lid bedoeld (bij besluit tot uitgifte van aandelen RPV) en een besluit tot toekenning van de bevoegdheid tot zodanige beperking of uitsluiting aan de gecombineerde vergadering van directeuren en commissarissen kan door de algemene vergadering van aandeelhouders slechts worden genomen met een meerderheid van tenminste twee/derde der geldig uitgebrachte stemmen, ongeacht het in de betreffende vergadering van aandeelhouders vertegenwoordigde deel van het geplaatste kapitaal van de vennootschap. (art. 4 lid 5)

- **benoeming bestuursleden en/of commissarissen bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime niet van toepassing is** 2
 HENDERSON EUROPEAN GROWTH NEDERLAND N.V.
 De directeuren zullen worden benoemd en kunnen worden geschorst en/of ontslagen door de algemene vergadering van aandeelhouders. (art. 8 lid 2)
 Voor een besluit tot benoeming of een besluit tot ontslag als in het vorig lid bedoeld, anders dan op eigen verzoek, is een meerderheid vereist van tenminste twee/derde van het aantal geldig uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. (art. 8 lid 3)

- **schorsing en ontslag van bestuursleden en/of commissarissen bij vennootschappen waarop het volledige structuurregime niet van toepassing is (andere versterkte meerderheid dan volgens de wet (art. 134 lid 2) maximaal toelaatbaar is of een quorum)*186** 7
 Maatschappij van Berkel's Patent N.V.
 Besluiten tot wijziging der statuten en tot ontbinding der vennootschap, alsmede

186) Zie ook paragraaf IV.1.3.6.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

tot het ontslaan en schorsen van leden van de Raad van Bestuur of commissarissen, kunnen slechts worden genomen met tenminste vier/vijfde der uitgebrachte stemmen in een vergadering van aandeelhouders, waarin tenminste drie/vierde van het geplaatste maatschappelijk kapitaal is vertegenwoordigd. (art. 30 lid 1)

Indien in een vergadering, waarin de in het eerste lid van dit artikel genoemde onderwerpen ter behandeling zijn voorgesteld, niet het vereiste maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigd is, wordt een tweede vergadering bijeengeroepen, te houden binnen vier weken na de eerste, die, onverschillig welk deel van het kapitaal vertegenwoordigd is, met een meerderheid van vier/vijfde van de uitgebrachte stemmen over die onderwerpen beslist. (art. 30 lid 2)

Het bepaalde in het eerste en tweede lid van dit artikel is echter niet van toepassing, indien het betreffende voorstel tot statutenwijziging, ontbinding, ontslag of schorsing is gedaan door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen, alsmede indien het ontslag geschiedt op eigen verzoek. (art. 30 lid 3)

- vaststelling of wijziging van het aantal directeuren en het aantal leden van de raad van commissarissen*¹⁸⁷ 1
Vigilanter Holding N.V.
 - 1. De algemene vergadering kan besluiten tot:
 - a. het vaststellen of wijzigen van het aantal directeuren en het aantal leden van de raad van commissarissen;
 - b. het vaststellen van een beloning van een lid van de raad van commissarissen;
 - c. het vaststellen van de jaarrekening;
 - d. tot wijziging der statuten;
 - e. tot ontbinding van de vennootschap,slechts nemen met een meerderheid van tenminste twee/derden der uitgebrachte stemmen in een algemene vergadering, waarin tenminste twee/derden van het geplaatste kapitaal zijn vertegenwoordigd.
Is evengemeld quorum niet vertegenwoordigd dan zal een tweede vergadering worden bijeengeroepen, te houden uiterlijk een maand na de eerste, welke tweede vergadering ongeacht het ter vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, mits met een meerderheid van tenminste twee/derden der uitgebrachte stemmen, het andermaal aan de orde gestelde voorstel kan aannemen. (art. 32)
- het vaststellen van een beloning van een lid van de raad van commissarissen of verhoging van het in de statuten vastgesteld maximum bedrag*¹⁸⁸ 2
- instelling van commissie van aandeelhouders*¹⁸⁹ 4
Gamma Holding N.V.
De algemene vergadering van aandeelhouders kan - mits een daartoe strekkend voorstel is opgenomen in de agenda en het besluit wordt genomen met een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen in een vergadering, waarin

187) Zie ook paragraaf IV.1.4.

188) Zie ook paragraaf IV.1.5.3.

189) Zie ook paragraaf VI.4.2.5.

ten minste drie vierden van het geplaatste kapitaal zijn vertegenwoordigd - met inachtneming van het bepaalde in dit artikel de bevoegdheden en verplichtingen die haar en haar vertegenwoordigers zijn toegekend ter zake van de benoeming en het ontslag van de leden van de raad van commissarissen en van de raad van bestuur, voor een door haar te bepalen duur van ten hoogste twee achtereenvolgende jaren, geheel of gedeeltelijk overdragen aan een commissie van aandeelhouders, waarvan zij de leden aanwijst; in dat geval geeft de raad van commissarissen, met inachtneming van artikel 142, lid 3 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, aan de commissie kennis van de naam van degene die hij tot commissaris wenst te benoemen. De algemene vergadering van aandeelhouders kan te allen tijde de overdracht ongedaan maken. (art. 22 lid 1)

- aanwijzing van de vertegenwoordiger bevoegd tot doorhaling van de inschrijving volgens art. 153 (art. 28a

Handelsregisterwet)*190

3

Polynorm N.V.

Besluiten tot wijziging dezer statuten, waaronder mede begrepen tot verandering van het maatschappelijk kapitaal, tot aanwijzing van de vertegenwoordiger die bevoegd is tot de doorhaling van de opgaaf als bedoeld in artikel 154 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, of tot ontbinding der vennootschap kunnen steeds op een door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen goedgekeurd gezamenlijk voorstel van de Directie en de Raad van Commissarissen, door de algemene vergadering van aandeelhouders slechts worden genomen in een algemene vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is en met twee/derde der uitgebrachte stemmen. Is deze meerderheid niet tegenwoordig dan wordt een tweede vergadering bijeengeroepen en gehouden binnen één maand na de eerste vergadering, welke met twee/derde meerderheid van de uitgebrachte stemmen beslist. (art. 31 lid 1)

- ontslag leden van de raad van advies

1

Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.

Ingeval van het verlenen van ontslag (van leden van de raad van advies RPV) anders dan op voorstel van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen of van schorsing is voor een desbetreffend besluit een meerderheid vereist van tenminste twee/derde der uitgebrachte stemmen. (art. 21 lid 3)

- benoeming van de registeraccountant als bedoeld in art. 393 lid 1

2

De Drie Electronics Beheer N.V.

De algemene vergadering benoemt de deskundige als bedoeld in het vorige lid sub d. (registeraccountant RPV) uit een voordracht, opgemaakt door het bestuur, na goedkeuring van de raad van commissarissen, van welke voordracht door de algemene vergadering van aandeelhouders slechts met twee/derde meerderheid van stemmen kan worden afgeweken. (art. 18 lid 2)

190) Zie ook paragraaf VI.4.1.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

- vaststelling van de jaarrekening*191 1
Vigilanter Holding N.V.
(voor de tekst zie hiervoor)
- uitkering van dividenden*192 1
N.V. Medicopharma
Indien de algemene vergadering zulks met inachtneming van het volgend artikel bepaalt, worden dividenden uitgekeerd:
 - ten laste van de reserves;
 - ten laste van de resultaten over het lopende boekjaar;
 - in aandelen in de vennootschap.(art. 22 lid 3)
Een besluit als bedoeld in lid 3 van het voorgaande artikel en een besluit tot statutenwijziging der vennootschap dient, om geldig te zijn, te worden genomen met een meerderheid van tenminste twee/derden der uitgebrachte stemmen. (art. 23 lid 1)
- statutenwijziging en ontbinding;
het grootste aantal versterkte meerderheids- en quorum-eisen heeft betrekking op besluiten tot statutenwijziging en ontbinding. Reden waarom statutenwijziging en ontbinding in twee afzonderlijke paragrafen (respectievelijk IV.1.11. en IV.1.12.) aan een nadere beschouwing worden onderworpen.
- fusiebesluiten;
de regeling met betrekking tot fusies in de wet is van recente datum*193. Slechts een deel van de vennootschappen heeft bij het maken van zijn statuten met deze nieuwe wetgeving rekening kunnen houden, reden waarom geen onderzoek is gedaan naar de wijze van besluitvorming omtrent fusies. De indruk bestaat wel dat in statuten waarin versterkte meerderheids- en quorum-eisen omtrent besluiten tot fusies voorkomen doorgaans - met inachtneming van de wettelijke be-

191) Maeijer, blz. 129, is van mening dat het uiterst dubieus is of ten aanzien van de vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening statutair kan worden geëist dat hiertoe slechts met versterkte meerderheid kan worden besloten: een dergelijk besluit moet nu eenmaal jaarlijks worden genomen en het is niet aanvaardbaar dat de algemene vergadering ten aanzien van deze vaststelling door de weigering van een minderheid in een blijvende impasse zou geraken. In ieder geval ware bij het stellen van een quorum-eis voor belangrijke besluiten, voor het geval dit quorum niet bereikt zou worden, statutair een tweede vergadering te voorzien welke dan ongeacht het dan aanwezige quorum besluiten zou kunnen nemen, aldus Maeijer. Alhoewel de zienswijze van Maeijer mij wel aanspreekt, ben ik toch van mening dat gelet op het bepaalde in art. 120 het niet geoorloofd zijn van een versterkte meerderheid uitdrukkelijk in de wet zou moeten zijn opgenomen, hetgeen niet het geval is. Zie ook paragraaf VI.4.2.4.

192) Zie ook paragraaf IV.1.10.

193) Wet van 19 januari 1983, Stb. 59, in werking getreden 1 januari 1984; nadien gewijzigd bij wet van 21 april 1987, Stb. 209, in werking getreden 8 juni 1987.

palingen dienaangaande*194 - aansluiting is gezocht bij de besluitvorming omtrent statutenwijziging.

DATEX HOLDING N.V.

Een besluit tot wijziging van de statuten tot het aangaan van een juridische fusie of tot ontbinding der vennootschap kan uitsluitend op voorstel van de directie en onder goedkeuring van de prioriteit door de algemene vergadering van aandeelhouders worden genomen met een meerderheid van tenminste twee/derde der geldig uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin tenminste twee/derde van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.

(art. 33 lid 1)

- bijzondere bepaling.

RAVAST N.V.*195

Een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders genomen met twee/derden der uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is vervangt het besluit als bedoeld in artikel 6 lid 1*196. De goedkeuring als bedoeld in artikel 6 leden 4*197 en 8*198 en artikel 7 lid 1*199 en de vaststelling als bedoeld in artikel 19, lid 1*200 kan worden vervangen door een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders behelzende zodanige goedkeuring of vaststelling genomen met twee/derden der uitgebrachte stemmen in een vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.

Een tweede vergadering als bedoeld in artikel 120 lid 3 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, die ongeacht het quorum een besluit zal kunnen nemen, kan niet worden gehouden.(art. 16 lid 9)

194) Art. 317 leden 3 en 4 en 330 lid 1.

195) De statuten van RAVAST N.V. (12 juli 1979) zijn niet aangepast aan de Wet van 15 mei 1981, Stb. 332, tot aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht.

196) Art. 6 lid 1: uitgifte van aandelen geschiedt door de directie krachtens besluit van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen.

197) Art. 6 lid 4: de directie bepaalt, onder goedkeuring van de prioriteit, wanneer en tot welk bedrag verdere storting op nog niet volgestorte preferente aandelen zal plaatsvinden.

198) Art. 6 lid 8: de directie is bevoegd zonder opdracht van de algemene vergadering van aandeelhouders, doch slechts met goedkeuring van de prioriteit, overeenkomsten als bedoeld in art. 94 juncto art. 95, Boek 2, Burgerlijk Wetboek, aan te gaan.

199) Art. 7 lid 1: de vennootschap kan, met goedkeuring van de prioriteit, voor eigen rekening onder bezwarende titel aandelen in haar geplaatste kapitaal verkrijgen tot ten hoogste de helft van dat kapitaal en met inachtneming van de wettelijke bepalingen omtrent die verkrijging.

200) Art. 19 lid 1: jaarlijks wordt door de prioriteit vastgesteld welk deel van de winst, zoals die blijkt uit de door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgestelde jaarrekening, wordt gereserveerd.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Opmerkingen:

- a. Van de 27 vennootschappen, waarbij de hiervoor vermelde versterkte meerderheids- en/of quorum-eisen werden aangetroffen, is één vennootschap een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.
- b. Van de 19 vennootschappen zijn er 11 structuurvennootschap met het zgn. volledige regiem.
- c. Van de 19 vennootschappen zijn er 15 op de officiële markt genoteerd. Van de 4 vennootschappen die op de parallelmarkt zijn genoteerd, zijn er 2 geen structuurvennootschap.

IV.1.10. Winst en reserves*201

IV.1.10.1. Inleiding

Voor een goed begrip van de mogelijkheden om de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken ten aanzien van de zeggenschap omtrent 'winst en reserves' dient een onderscheid gemaakt te worden tussen:

1. a) winstvaststelling, en
b) winstbestemming, enerzijds, en
2. a) vennootschappen welke zijn onderworpen aan de gewone regeling, en
b) vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is, anderzijds.

IV.1.10.2. Winstvaststelling

Bij een vennootschap van het gewone model wordt de jaarrekening, en daarmee de winst, vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 101 lid 3). Dit is een bepaling van dwingend recht (art. 25a). Deze bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders kan niet worden toegekend aan anderen, behalve door vrijwillige toepassing van de structuurregeling*202. In het geval van vrijwillige toepassing en indien de structuurregeling verplicht van toepassing is, komt de bevoegdheid de jaarrekening vast te stellen, toe aan de raad van commissarissen; de jaarrekening behoeft dan echter wel de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 101 lid 3).

De richtlijnen bepalen in paragraaf 12 dat de besluiten waarbij de jaarrekening wordt vastgesteld statutair niet mogen worden onderworpen aan de goedkeuring van enig vennootschapsorgaan of van derden. Ook mag niet worden bepaald dat voorschriften of bindende voorstellen voor de jaarreke-

201) Handboek, No. 331 en 333.2.; Boukema, C.A., Rechtspersonen, art. 101, aant.4; art. 105, aant.4; Timmerman, L., Rechtspersonen, art. 163, aant.2; Slagter, par. 8.6.; Maeijer, blz. 158 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 239 e.v.; Boelens, blz. 136; Vroom, blz. 27; Open ondernemerschap, blz. 241 e.v. en 265 e.v.; Van Campen, blz. 49; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 141; Van der Zanden I, blz. 511.

202) Zie hierover paragraaf IV.1.

ning of voor enige post daarvan mogen worden gegeven. Behalve dat quorum-eisen onbeperkt worden toegelaten, wordt ook toegestaan de statutaire bepaling dat de vaststelling van de jaarrekening met een versterkte meerderheid of met algemene stemmen moet geschieden.

Het in de vorige alinea gestelde omtrent goedkeuring, geven van voor-schriften of bindende voorstellen, geldt ook indien de jaarrekening wordt vastgesteld door de raad van commissarissen. Verschil van mening bestaat over de vraag of het daaropvolgende besluit tot goedkeuring van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders onderworpen kan worden aan versterkte meerderheids- en quorum-eisen*203.

Het bepalen van de hoogte van de afschrijvingen en voorzieningen behoort tot de winstvaststelling. De bevoegdheid hiertoe komt dus uitsluitend toe aan degene die de jaarrekening vaststelt. Noch bij een vennootschap van het gewone model, noch bij een structuurvennootschap kan het bestuur afschrijvingen en voorzieningen vaststellen. Wel is het mogelijk dat het bestuur terzake voorstellen doet, doch deze kunnen niet bindend zijn.

IV.1.10.3. Winstbestemming

Voorzover bij de statuten niet anders is bepaald, komt de winst de aandeelhouders ten goede (art. 105 lid 1). De statuten kunnen bepalen dat de winstbestemming geheel of ten dele zal geschieden door anderen dan de aandeelhouders.

Het bepalen van de omvang van de reserveringen behoort tot de winstbestemming, zodat anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders reserveringen kunnen vaststellen, zoals b.v. het bestuur, de raad van commissarissen of de vergadering van houders van prioriteitsaandelen. In de richtlijnen wordt dit met zoveel woorden bepaald in de eerste zin van de tweede alinea van paragraaf 12, luidende: 'toegestaan wordt dat een vennootschapsorgaan*204 de bevoegdheid krijgt te bepalen welk deel van het resultaat van het boekjaar zal worden gereserveerd'. Uit de tweede zin van dezelfde alinea, waarin bepaald wordt 'dat de statuten al dan niet in combinatie hiermede mogen bepalen dat de winst ter beschikking staat van de algemene vergadering van aandeelhouders' wordt afgeleid dat het departement alleen toestaat dat in de statuten bepaald wordt dat het betreffende vennootschapsorgaan kan beslissen over de reservering en voorts dat het voor bepaalde in de statuten aangegeven winstbestemmingen het bedrag bepaalt. In de literatuur is men over het algemeen van mening dat dit standpunt te beperkt is en dat de winstbestemming ook overgelaten kan worden aan een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering

203) Zie hierover paragrafen VI.4.1. en VI.4.2.4.

204) Zie Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

van aandeelhouders*²⁰⁵. Een statutaire bepaling waarbij het departement kennelijk van zijn gebruikelijke standpunt is afgeweken is te vinden bij:

Homburg Holding N.V.

De bestemming van de winst, welke na toepassing van lid 2 (bedoeld is lid 1; door rvc vastgestelde en door ava goedgekeurde winst- en verliesrekening en dividend op prioriteitsaandelen, RPV) resteert, wordt bepaald door de raad van commissarissen in overleg met de directie, met dien verstande, dat op de prioriteitsaandelen geen verdere uitkeringen meer kunnen plaatsvinden.

(art 23 lid 2)

Uitkering van een bepaald deel van de winst onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders komt voor bij:

DENTEX GROEP N.V.

...In het geval dat de winst overtreft hetgeen als dividend uit deelnemingen is ontvangen, zal dit meerdere slechts onder goedkeuring van de prioriteit kunnen worden uitgekeerd.

(art. 31 lid 1)

Het hierboven gestelde omtrent de winstbestemming geldt zowel voor een vennootschap van het gewone model als voor een structuurvennootschap. De raad van commissarissen van een structuurvennootschap heeft alleen een bevoegdheid tot winstbestemming indien de statuten dit uitdrukkelijk bepalen.

IV.1.10.4. Vormen van reserves en beperken van uitkering daarvan

De mogelijkheid de jaarlijkse winsten, alsmede de bestaande vrije reserves volledig te kunnen uitkeren, is koren op de molen van een overvaller of onvriendelijke overnemer. Hij kan daarmee een deel van de koopprijs van de aandelen terug ontvangen, dan wel indien hij deze gefinancierd heeft, zijn schuld aflossen. Dit gegeven zal - naast het feit dat ingehouden winsten een aantrekkelijke bron van zelf-financiering kunnen zijn - voor vele vennootschappen mede*²⁰⁶ aanleiding zijn geweest om zowel:

205) Handboek, No. 331; Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 12, aant.3; Van der Grinten, W.C.L., Departementale opvattingen, NV 31, blz. 152, voelt er voor de winstverdeling imperatief aan de aandeelhouders op te dragen; Treurniet, W.C., Het scherm gaat op, NV 33, blz. 64, acht de opvatting van het departement in strijd met art. 42d WvK (thans art. 105); Van Schilfgaarde, blz. 241, is van mening dat art. 105 lid 1 vervangen moet worden door de regel dat, behoudens afwijkende statutaire bepalingen, de algemene vergadering van aandeelhouders over de bestemming van de winst beslist; Anders: Coebergh, H.P.J.M., Oligarchische clauses, NV 24, blz. 44.

206) Er kunnen uiteraard ook andere redenen zijn. Dit geldt met name voor het vormen van reserves.

- a) de mogelijkheid voor het vormen van reserves*²⁰⁷, als
- b) het beperken van de mogelijkheid vrije reserves uit te keren, statutair te verankeren.

IV.1.10.5. Opheffen en uitkeren van reserves

Indien de statuten niets omtrent het opheffen en uitkeren van vrije reserves bepalen, dan is ingevolge de algemene regel van art. 107 lid 1 (restbevoegdheid) de algemene vergadering van aandeelhouders daartoe bevoegd*²⁰⁸. Evenals bij de winstbestemming kunnen de statuten bepalen dat deze bevoegdheid door een ander vennootschapsorgaan wordt uitgeoefend*²⁰⁹. In de statuten van beursvennootschappen wordt van deze mogelijkheid op ruime schaal gebruik gemaakt*²¹⁰. Van der Grinten schrijft in het Handboek*²¹¹ dat indien de statuten geen afwijkend voorschrift inhouden de algemene vergadering van aandeelhouders ook kan besluiten tot opheffing en uitkering van een krachtens het besluit van een ander orgaan der vennootschap gevormde reserve. De bevoegdheid tot bestemming van winst voor reserve brengt niet mede de bevoegdheid de reserve in stand te houden, aldus Van der Grinten.

IV.1.10.6. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid ten aanzien van de winstbestemming het volgende resultaat opgeleverd.

1. Vennootschappen, waarbij in de statuten de bevoegdheid tot reservering gegeven is aan een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders:

207) Dat dergelijke bepalingen de rechten van de algemene vergadering van aandeelhouders belangrijk kunnen beperken is reeds opgemerkt door Treurniet, die in een commentaar op het Rapport van de Commissie Hellema van oordeel is dat de commissie in plaats van zich beperkingen op te leggen er beter aan had gedaan de aandacht te vestigen op statutaire bepalingen, welke aan de aandeelhouders beperkingen opleggen ten aanzien van hun recht op de winst door aan anderen dan de algemene vergadering van aandeelhouders het geven van een bestemming aan de winst op te dragen; Treurniet, W.C., Het rapport van de Commissie Hellema, NV 34, blz. 93.

208) Slagter, blz. 377, is van mening dat indien een statutaire reserve wordt gevormd tevens in de statuten dient te worden aangegeven, voor welke doeleinden deze statutaire reserve mag worden aangewend, omdat beschikking hierover zonder statutaire bepaling in strijd zou zijn met de statuten, waardoor deze reserve geheel in de ijskast zou komen.

209) Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 41.

210) Zie de resultaten van het statutenonderzoek in de volgende paragraaf.

211) Handboek, No. 333.2.; zie ook Van Schilfgaarde, blz. 243; Anders: Uniken Venema, C.AE., Privaatrechtelijke beschouwingen met betrekking tot bonusaandelen en stockdividenden, NV 39, blz. 126.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

	totaal aantal onderzochte statuten	ander orgaan dan ava bevoegd tot reserveren	
		aantal	%
officiële markt	193	135	69,9
parallel-markt	44	28	63,6
totaal	237	163	68,8

2. Vennootschappen, waarbij in de statuten de bevoegdheid tot reservering gegeven is aan een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders, gesplitst naar het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot reservering.

	ander orgaan dan ava	het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is tot reservering							
		prioriteit		bestuur		raad van commissarissen		Gecombineerde vergadering bestuur en rvc	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	135	10	7,4	94	69,6	28	20,8	3	2,2
parallel-markt	28	2	7,1	23	82,2	2	7,1	1	3,6
totaal	163	12	7,4	117	71,8	30	18,4	4	2,4

Opmerkingen:

- a. Van de 12 vennootschappen, waarbij de prioriteit het bevoegde orgaan voor het maken van reserveringen is, zijn 6 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime;
 - bij de vennootschappen waarbij het bestuur het bevoegde orgaan is, zijn 56 van de 117 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime;
 - bij de vennootschappen waarbij de raad van commissarissen het bevoegde orgaan is, zijn 24 van de 30 vennootschappen een structuurvennootschap, waarvan 23 met het volledige regime en 1 met het beperkte regime;
 - bij de vennootschappen waarbij de gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen het bevoegde orgaan is, is 1 van de 4 een structuurvennootschap met het volledige regime.

b. Van de in totaal 163 vennootschappen, waarbij een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd is tot het maken van reserveringen zijn 15 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.

c. Bij 2 vennootschappen is het bestuur tezamen met de raad van commissarissen bevoegd tot reserveren.

Palthe N.V.

Van de winst zoals deze blijkt uit de vastgestelde en goedgekeurde winst- en verliesrekening zal een zodanig bedrag worden gereserveerd als de directie en de raad van commissarissen zullen vaststellen; het overblijvende is de beschikbare winst.

(art. 29 lid 1)

d. In een aantal statuten wordt bepaald voor welk doel gereserveerd kan worden (b.v. wisselkoersreserve) en/of wordt het bedrag van de reserving aan een maximum gebonden.

N.V. GTI HOLDING

... Daarna wordt door de Raad van Commissarissen vastgesteld welk deel van de resterende winst - tot maximaal de helft van de totale winst - wordt gereserveerd.

(art. 27 lid 1)

e. Bijzondere bepalingen.

N.V. Beleggingsmaatschappij NEVAS

De winst, die in enig boekjaar is behaald, zal de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen kunnen reserveren, doch ten hoogste voor een zodanig gedeelte als op grond van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969 is toegestaan.

(art. 31 lid 1)

European Assets Trust N.V.

Winst voortkomende uit een transactie, waardering of herwaardering betreffende enig actief of passief van de vennootschap, die naar het oordeel van de raad van commissarissen, is opgekomen bij de verkrijging of financiering van het betreffende actief (met uitzondering voorzover zodanige winst is gebruikt om de boekwaarde van alle of een deel van de overblijvende activa te verminderen) en alle overige winst die naar het oordeel van de raad van commissarissen naar haar aard tot de kapitaal-sfeer behoort, zullen worden gereserveerd op een kapitaal-reserve rekening van de vennootschap.

Verliezen welke voortkomen uit verkoop, of andere transactie, waardering of herwaardering, als hierboven bedoeld, alsmede zodanige andere verliezen die naar het oordeel van de raad van commissarissen naar haar aard tot de kapitaal-sfeer behoren, kunnen ten laste van de kapitaal-reserve rekening of ten laste van enige andere reserve, dan wel een combinatie daarvan, worden gebracht.

Het saldo van de kapitaal-reserve-rekening kan, hetzij aan aandeelhouders worden uitgekeerd, hetzij in stand blijven, een en ander als de raad van commissarissen zal bepalen, met dien verstande dat geen dividend-uitkering in geld terzake van dit saldo kan geschieden.

(art. 23)

2. Door het bevoegde orgaan kan een besluit tot reserving uitsluitend worden genomen:

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

	op voorstel van	onder goed- keuring van	in overleg met
prioriteit	-	15	1
bestuur	21	-	4
raad van commissarissen	3	98	8
gecombineerde vergade- ring van bestuur en raad van commissarissen	1	-	-
vergadering van houders van preferente aandelen	-	1	-

Opmerkingen:

a. In een aantal gevallen kan een besluit tot reservering alleen worden genomen:

- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van het bestuur onder goedkeuring van de prioriteit
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van het bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen

1

9

b. Bij 5 vennootschappen is het bestuur bevoegd een niet bindend voorstel te doen.

N.V. DICO International

Van de winst, blijvende uit de (als onderdeel van de jaarrekening) vastgestelde en goedgekeurde winst- en verliesrekening worden zodanige bedragen gereserveerd als door de raad van commissarissen te bepalen.

De raad van bestuur is bevoegd te dezer zake voorstellen te doen.

(art. 13 lid 2)

Center Parcs N.V.

Van de winst zal de raad van bestuur onder goedkeuring van de algemene vergadering zoveel reserveren als de raad van bestuur nodig oordeelt. ...

(art. 31 lid 1)

3. Vennootschappen, waarbij in de statuten bepaald is welk orgaan over de reserves kan beschikken.

	aantal onder- zochte statuten	het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is over reserves te beschikken							
		priori- teit		bestuur		rvc		ava	
		aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%
officiële markt	193	-	-	8	4,1	7	3,6	84	43,5
parallel- markt	44	-	-	1	2,3	-	-	21	47,7
totaal	237	-	-	9	3,8	7	3,6	105	44,3

Opmerkingen:

- a. Van de 8 vennootschappen, waarbij het bestuur het bevoegde orgaan is om over de reserves te beschikken, zijn 6 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime;
- bij de vennootschappen, waarbij de raad van commissarissen het bevoegde orgaan is, zijn 4 van de 7 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime;
 - bij de vennootschappen, waarbij de algemene vergadering van aandeelhouders het bevoegde orgaan is, zijn 49 van de 105 vennootschappen een structuurvennootschap met het volledige regime.
- b. Van de in totaal 121 vennootschappen, waarbij in de statuten is bepaald welk orgaan bevoegd is over de reserves te beschikken, zijn 12 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.
- c. In een aantal gevallen wordt in de statuten alleen bepaald dat een reserve kan worden aangewend voor het delgen van een verlies.
- OTRA N.V.
- ... De directie kan echter onder goedkeuring van de raad van commissarissen besluiten zulk een verlies te delgen ten laste van een uitkeerbare reserve.
(art. 44 lid 4)
- d. Bijzondere bepaling.
- Text Lite Holding N.V.
- De algemene vergadering kan op voorstel van de directie dat is goedgekeurd door de raad van commissarissen, besluiten dat een uitkering van de winst geheel of ten dele plaatsvindt niet in geld doch in aandelen in de vennootschap en dat uitkering van reserves aan aandeelhouders geheel of ten dele plaatsvindt niet in geld doch in aandelen in de vennootschap.
(art. 33 lid 5)
- De statuten van Text Lite Holding N.V. bevatten geen afzonderlijke bepaling over uitkering van reserves in geld.

4. Door het bevoegde orgaan kan een besluit waarbij over de reserves be-

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

schikt wordt uitsluitend worden genomen:

	op voorstel	onder goed- keuring	in overleg
prioriteit	16	15	-
bestuur	57	8	-
raad van commissarissen	6	58	-
gecombineerde vergade- ring van bestuur en raad van commissarissen	4	-	-

Opmerkingen:

- a. In een aantal gevallen kan een besluit tot reservering alleen genomen worden:
- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel bestuur onder goedkeuring prioriteit 6
 - door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel bestuur onder goedkeuring raad van commissarissen 44
 - door de raad van commissarissen op voorstel prioriteit onder goedkeuring bestuur 3
- b. Bij een enkele vennootschap kan afhankelijk van de bestemming van de reserves bij de opheffing of uitkering het besluit genomen worden op voorstel van verschillende vennootschapsorganen.
- Elsevier N.V.
- ... De algemene vergadering kan echter op voorstel van de raad van commissarissen besluiten zulk een verlies te delgen door afboeking op een reserve die niet volgens de wet moet worden aangehouden.
(art. 33 lid 4)
- De algemene vergadering kan op voorstel van de prioriteit besluiten tot uitkeringen aan houders van gewone aandelen ten laste van een of meer reserves. ...
(art. 33 lid 8)
- c. Bij één vennootschap is voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot uitkering van dividenden ten laste van de reserves een versterkte meerderheid vereist*212.

IV.1.11. Statutenwijziging*213

212) Zie paragraaf IV.1.9.4.

213) Handboek, No. 342; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 121, aant. 2; Slagter, blz. 81 e.v.; Maeijer, blz. 225 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 269 e.v.; Sanders-Westbroek, blz. 211 e.v.; Polak, blz. 69 en 137 e.v.; Boelens, blz. 139; Vroom, blz. 27; Open ondernemerschap, blz. 243; SMO-publicatie 1971, blz. 26 e.v. en 62 e.v.; Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 164.

IV.1.11.1. Wettelijke bepalingen

De algemene vergadering van aandeelhouders is bevoegd de statuten te wijzigen (art. 121 lid 1). Deze bevoegdheid kan niet aan anderen worden gegeven. Wel is het mogelijk de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om de statuten te wijzigen uit te sluiten of te beperken. De wet bevat één beperking. Ingevolge het bepaalde in art. 127 kan gedurende het faillissement van de naamloze vennootschap in haar statuten geen wijziging worden aangebracht dan met toestemming van de curator. In de statuten kunnen bepalingen worden opgenomen die de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders tot wijziging uitsluiten of beperken, en wel ten aanzien van:

- a. de gehele statuten, welke bepaling in de statuten dan ook, en
- b. één of meer bepalingen van de statuten.

Beperking van de mogelijkheid tot wijziging kan op twee manieren worden aangebracht, en wel door:

1. de eis van een versterkte meerderheid en/of een quorum, en/of
2. de eis dat de statutenwijziging moet worden voorgesteld of goedgekeurd door een ander vennootschapsorgaan*²¹⁴ dan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Voorzover bij de statuten de bevoegdheid tot wijziging daarvan of van een of meer bepalingen mocht zijn uitgesloten, is wijziging niettemin mogelijk met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd (art. 121 leden 1 en 3). Een bepaling in de statuten, die de bevoegdheid tot wijziging van een of meer andere bepalingen van de statuten beperkt, kan slechts worden gewijzigd met inachtneming van gelijke beperking (art. 121 lid 2). Over de vraag of in het laatstgenoemde geval wijziging van de betreffende bepaling ook mogelijk is met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd, wordt verschillend gedacht. Deze vraag is met name van belang indien de beperking inhoudt dat tot statutenwijziging alleen kan worden besloten op voorstel van of onder goedkeuring van een bepaald vennootschapsorgaan. Een dergelijke bepaling wordt dikwijls opgenomen in de statuten van een structuurvennootschap om te voorkomen dat buiten het betreffende vennootschapsorgaan om het structuurregime door een statutenwijziging komt te vervallen*²¹⁵. De vraag wordt bevestigend beantwoord door Van der Grinten*²¹⁶ en Slagter*²¹⁷ en ontkennend door Maeijer*²¹⁸.

214) Richtlijnen 1986, voetnoot Paragraaf 4.

215) Zie hierover ook paragraaf VI.4.1. en VI.5.

216) Handboek, No. 342.

217) Slagter, blz. 82.

218) Maeijer, blz. 225

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Van Schilfgaarde*²¹⁹ en Löwensteyn*²²⁰ zijn, indien ik hen goed begrijp, van mening dat in een dergelijk geval de statuten met algemene stemmen in een voltallige vergadering kunnen worden gewijzigd, zulks met uitzondering van de beperkende bepaling zelf. Deze opvatting van Van Schilfgaarde en Löwensteyn heeft in het hiervoor genoemde voorbeeld tot gevolg dat het structuurregime wel uit de statuten kan worden geschrapt, doch dat toekomstige statutenwijzigingen onderworpen blijven aan een voorstel of goedkeuring van het betreffende vennootschapsorgaan, tenzij het besluit tot statutenwijziging wederom met algemene stemmen in een voltallige vergadering wordt genomen.

Is wijziging van de statuten uitgesloten en wil men voorkomen dat dit ook in de toekomst gebeurt, dan kan dit theoretisch bereikt worden door één aandeel in bevriende handen te brengen*²²¹ (bij voorkeur een aandeel waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden*²²² in handen van een van de commissarissen of van een stichting). Op dezelfde wijze kan ook voorkomen worden dat de statuten gewijzigd worden bij aanwezigheid van welke beperkende bepaling dan ook (voorstel of goedkeuring van een vennootschapsorgaan).

De effecten van versterkte meerderheids- en quorum-eisen als beschermingsmiddel in het algemeen zijn reeds aan de orde geweest in de paragraaf (IV.1.9.) waarin deze eisen zijn besproken. Het onderwerpen van een statutenwijziging aan een voorstel of goedkeuring van een vennootschapsorgaan heeft tot gevolg dat een besluit tot statutenwijziging - behoudens, zoals hiervoor vermeld, wellicht in het geval van algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd - alleen kan plaatsvinden met instemming van het betreffende vennootschapsorgaan; een overvaller of onvriendelijke overnemer kan in dat geval - ongeacht de omvang van zijn aandelenbezit - geen enkel op de statuten gebaseerd initiatief voor een statutenwijziging nemen*²²³. Een dergelijke regeling maakt uit een oogpunt van bescherming bezien, het stellen van versterkte meerderheids- en quorum-eisen overbodig, en in feite ongewenst, omdat deze eisen in de praktijk dikwijls belemmerend kunnen werken voor een bestuur van de vennootschap om de statuten ter

219) Van Schilfgaarde, blz. 263.

220) Pitlo/Löwensteyn, blz. 268.

221) Zie ook Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 40, rechterkolom.

222) Een vordering tot overdracht van deze aandelen op grond van de uitkoopregeling dient door de rechter te worden afgewezen (art. 92a lid 4 van de Wet van 3 maart 1988, Stb. 85, tot invoering van de mogelijkheid van uitkoop van kleine minderheidsbelangen in naamloze en besloten vennootschappen, in werking getreden 1 mei 1988).

223) Dit is vooral van belang bij een structuurvennootschap, waarbij door een statutenwijziging het structuurregime geschrapt kan worden; zie hierover echter paragraaf VI.4.1. en VI.5.

(verdere) bescherming overeenkomstig hun inzicht gewijzigd te krijgen*224.

Een voor de hand liggende oplossing is te bepalen dat een besluit tot wijziging van de statuten genomen kan worden met volstreekte meerderheid van de geldig uitgebrachte stemmen indien het voorstel is gedaan door een met name genoemd vennootschapsorgaan (b.v. het bestuur) al dan niet onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan (b.v. de prioriteit of raad van commissarissen); indien het voorstel tot statutenwijziging niet is uitgegaan van het betreffende vennootschapsorgaan dan kunnen besluiten tot statutenwijziging slechts worden genomen met een versterkte meerderheids- en/of een quorum-eis.

IV.1.11.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van beperkende bepalingen ten aanzien van besluiten tot statutenwijziging het volgende resultaat opgeleverd:

1.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij voor een besluit tot statutenwijziging vereist is een					
		versterkte meerderheid		quorum		versterkte meerderheid en quorum	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	193	100	51,8	89	46,1	68	35,2
parallel-markt	44	24	54,5	19	43,1	19	43,2
totaal	237	124	52,3	108	45,6	87	36,7

Opmerkingen:

- a. De verhouding tussen het aantal vennootschappen, (waarbij besluiten tot statutenwijziging onderworpen zijn aan een versterkte meerderheids-eis en een quorum-eis), waarop het structuurregime wel of niet van toepassing is (respectievelijk 46,5 en 53,5 procent) benadert de verhouding van het al dan niet van toepassing zijn van het structuurregime bij alle vennootschappen (dus inclusief de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal) waarvan de statuten onderzocht zijn (respectievelijk 43,9 en 56,1 procent).

224) Vgl. Schuitema N.V./Unigro. Nagenoeg het gehele maatschappelijke kapitaal van Schuitema is geplaatst. Voor verhoging van het maatschappelijk kapitaal is een statutenwijziging noodzakelijk. Een besluit tot statutenwijziging dient genomen te worden met twee/derde van de geldig uitgebrachte stemmen (art.40 lid 1). Unigro bezit ± 35 procent van het geplaatste kapitaal van Schuitema en kan daarmee een statutenwijziging tegenhouden; FD 15 juni 1988; zie ook paragraaf IV.1.9.2.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

- b. Bij 13 van de in totaal 31 beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (41,9 procent) is voor een besluit tot statutenwijziging een versterkte meerderheid vereist, en bij 11 (35,5 procent) een quorum. Bij slechts 5 (16,1 procent) is een versterkte meerderheid en een quorum vereist.

c. Afwijkende bepaling.

BOGAMIJ N.V.

Besluiten tot wijziging van de statuten van de vennootschap - met uitzondering van besluiten tot wijziging van de statuten als in lid 2 van dit artikel bedoeld - en tot ontbinding der vennootschap kunnen slechts worden genomen na voorafgaande goedkeuring van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen in een algemene vergadering van aandeelhouders met een meerderheid van tenminste twee/derde gedeelte van de geldig uitgebrachte stemmen.

(art. 22 lid 1)

De besluiten tot verhoging van het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap gepaard gaande aan een evenredige verhoging van het aantal gewone aandelen en prioriteitsaandelen B kunnen evenwel na voorafgaande goedkeuring van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen in een algemene vergadering van aandeelhouders worden opgenomen bij volstreekte meerderheid van stemmen.

(art. 22 lid 2)

2. Een besluit tot statutenwijziging kan uitsluitend genomen worden:

	op voorstel van	onder goedkeuring van	in overleg met
prioriteit	43	56	--
houders van aandelen A	1	1	--
bestuur	72	1	1
raad van commissarissen	(18)	61	--
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	(7)	--	--
de Staat der Nederlanden	--	1	--
de Nederlandsche Bank	--	1*225	--

Opmerkingen:

- a. Bij 19 vennootschappen (die in geen van beide van de hiervoor vermelde overzichten zijn opgenomen) is voor een besluit tot statutenwijziging een versterkte meerderheid en/of quorum vereist, tenzij het voorstel

225) Besluit treedt niet in werking dan na verkregen verklaring van geen bezwaar van De Nederlandsche Bank N.V.

tot statutenwijziging wordt gedaan door de prioriteit, de aandeelhouders A, het bestuur, de raad van commissarissen of de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen, al dan niet onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

BAM Holding N.V.

1. Een besluit tot wijziging der statuten of tot ontbinding der vennootschap kan de algemene vergadering van aandeelhouders, tenzij op onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen gedaan voorstel van de directie, slechts nemen met een meerderheid van ten minste vier/vijfden der uitgebrachte stemmen in een vergadering, waarin ten minste drie/vierden van het geplaatste kapitaal zijn vertegenwoordigd.

2. Zijn in een algemene vergadering van aandeelhouders, waarin een niet door de directie - onder goedkeuring van de Raad van Commissarissen - gedaan voorstel tot wijziging der statuten of tot ontbinding der vennootschap aan de orde is gesteld, niet ten minste drie/vierden van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd, dan zal een tweede algemene vergadering van aandeelhouders worden bijeengeroepen, te houden uiterlijk negentig dagen na de eerste, waarin alsdan, ongeacht het vertegenwoordigd kapitaal, mits met een meerderheid van ten minste vier/vijfden der uitgebrachte stemmen, een geldig zodanig besluit zal kunnen worden genomen.

(art. 22)

- b. In een aantal gevallen kan een besluit tot statutenwijziging alleen genomen worden op voorstel van een vennootschapsorgaan en onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

	onder goedkeuring van	
	prioriteit	raad van commissarissen
prioriteit	--	3
bestuur	25	44
raad van commissarissen	1	--
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen op voorstel van	4	--

Bijzondere bepaling.

Leidsche Wolspinnerij N.V.

Op voorstel van de raad van beheer, met goedkeuring van kommissarissen, kunnen besluiten tot wijziging der statuten of tot ontbinding van de vennootschap worden genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders met een meerderheid van drie/vierde der geldig uitgebrachte stemmen in een vergadering, waarin tenminste twee/derde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.

Indien in de algemene vergadering niet het vereiste kapitaal vertegenwoordigd is, wordt een nieuwe vergadering bijeengeroepen te houden binnen dertig dagen na de eerste, waarin alsdan, ongeacht het vertegenwoordigde kapitaal, mits met een meerderheid van drie/vierde der uitgebrachte stemmen, over die onderwerpen een wettig besluit kan worden genomen.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Indien preferente aandelen en/of prioriteitsaandelen zijn uitgegeven is voor wijziging der statuten of ontbinding van de vennootschap tevens de voorafgaande goedkeuring vereist van zowel de vergadering van houders van gewone aandelen als van de vergadering van houders van preferente aandelen en/of de vergadering van houders van prioriteitsaandelen
(art 24 lid 1)

c. Bij vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is, is ingevolge het bepaalde in art. 164 lid 1 letter g de goedkeuring van de raad van commissarissen vereist voor een besluit van het bestuur omtrent een voorstel tot wijziging van de statuten, doch niet voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders. Het in het overzicht genoemde aantal besluiten (61) waarvoor de goedkeuring van de raad van commissarissen vereist is, heeft betrekking op besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders. Op 40 van de 61 vennootschappen (65,6 procent) is de structuurregeling van toepassing.

d. Afwijkende bepalingen.

N V TWENTSCHE KABEL HOLDING

1 Een besluit tot wijziging der statuten of tot ontbinding der vennootschap kan slechts worden genomen op voorstel van de prioriteit

2 Een voorstel van de prioriteit als bedoeld in lid 1, is niet vereist, indien er geen prioriteitsaandelen geplaatst zijn, indien tengevolge van artikel 7, lid 4, op geen der geplaatste prioriteitsaandelen stemrecht kan worden uitgeoefend, of indien het desbetreffende besluit door de algemene vergadering wordt genomen met algemene stemmen in een vergadering, waarin het gehele geplaatste kapitaal - daaronder derhalve begrepen het gehele in de vorm van prioriteitsaandelen geplaatste kapitaal - vertegenwoordigd is
(art 33)

De Nationale Investeringsbank N V

1 De algemene vergadering van aandeelhouders is bevoegd bij volstreekte meerderheid der uitgebrachte stemmen te besluiten tot ontbinding der vennootschap en tot statutenwijziging, ingeval deze wijziging een vermindering van het maatschappelijk kapitaal der vennootschap inhoudt, en met tenminste drie/vierde der uitgebrachte stemmen alle andere wijzigingen in deze statuten aan te brengen, welke zij nodig mocht oordelen

2 Voorstellen tot statutenwijziging en ontbinding der vennootschap dienen nauwkeurig geformuleerd vanaf de dag der oproeping ten kantore van de vennootschap kosteloos voor aandeelhouders verkrijgbaar te worden gesteld. Zij kunnen slechts in behandeling worden genomen in een vergadering van aandeelhouders, waarin ten minste drie/vierde van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is

3 Is dit laatste niet het geval, dan behoort een nieuwe vergadering te worden bijeengeroepen, te houden binnen een maand, welke nieuwe vergadering omtrent de voorgestelde statutenwijziging of ontbinding zal kunnen besluiten, ook indien daarin minder dan drie/vierde van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd
(art 28)

3. In een aantal statuten is een afzonderlijke bepaling opgenomen met betrekking tot wijziging van bepalingen welke betrekking hebben op de

bijzondere rechten van houders van aandelen van een bijzondere soort.

Akzo N.V.

Tot statutenwijziging, houdende verandering in de bijzondere rechten aan de houders van prioriteitsaandelen toegekend, kan door de algemene vergadering van aandeelhouders slechts worden besloten mits die verandering is goedgekeurd door een vergadering van houders van prioriteitsaandelen. Het besluit tot deze goedkeuring kan slechts worden genomen met een meerderheid, vertegenwoordigende tenminste drievierde van het uitstaande prioriteitsaandelenkapitaal.

(art. 7 lid 2)

Het in artikel 7, tweede lid, bepaalde is van overeenkomstige toepassing op de bijzondere rechten, aan de houders van cumulatief preferente aandelen toegekend.

(art. 10 lid 2)

IV.1.12. Ontbinding*226

IV.1.12.1. Wettelijke bepalingen

De naamloze vennootschap kan ontbonden worden door een daartoe strekkend besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 166 onder letter b). Deze bevoegdheid kan niet aan anderen worden gegeven. Voor de mogelijkheden de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders te beperken, geldt in beginsel hetzelfde als hiervoor in paragraaf IV.1.11.1. is opgemerkt ten aanzien van de besluiten omtrent statutenwijziging.

IV.1.12.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van beperkende bepalingen ten aanzien van besluiten tot ontbinding het volgende resultaat opgeleverd:

1.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij voor een besluit tot ontbinding vereist is een					
		versterkte meerderheid		quorum		versterkte meerderheid en quorum	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	193	104	53,9	93	48,2	73	37,8
parallel-markt	44	24	54,5	20	45,5	20	45,5
totaal	237	128	54,0	113	47,7	93	39,2

226) Handboek, No. 375; Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 166, aant. 4; Slagter, blz. 107 e.v.; Maeijer, blz. 228 e.v.; Van Schilfgaarde, blz. 273; Sanders-Westbroek, blz. 217; Vroom, blz. 27; Open ondernemerschap, blz. 243; Van Campen, blz. 50; SMO-publicatie 1971, blz. 26 e.v. en 62 e.v.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Opmerkingen:

- a. Evenals dit bij statutenwijziging het geval is, benadert de verhouding tussen het aantal vennootschappen (waarbij besluiten tot ontbinding onderworpen zijn aan een versterkte meerderheids-eis en een quorum-eis) waarop het structuurregime wel of niet van toepassing is (respectievelijk 46,7 en 53,3 procent) de verhouding van het al dan niet van toepassing zijn van het structuurregime bij alle vennootschappen waarvan de statuten onderzocht zijn (respectievelijk 43,9 en 56,1 procent).
- b. Bij 15 van de in totaal 31 beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (48,4 procent) is voor een besluit tot ontbinding een versterkte meerderheid vereist, en bij 12 (38,7 procent) een quorum. Bij slechts 6 (19,4 procent) is een versterkte meerderheid en een quorum vereist.

2. Een besluit tot ontbinding kan uitsluitend genomen worden:

	op voorstel van	onder goedkeuring van	in overleg met
prioriteit	43	56	--
houders van aandelen A	2	1	--
bestuur		1	1
raad van commissarissen	20	61	--
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	5	--	--
De Staat der Nederlanden	--	1	--
De Nederlandsche Bank	--	1*227	--

Opmerkingen:

- a. Evenals bij statutenwijziging is bij 19 vennootschappen (die ook niet in de beide hiervoor afgedrukte overzichten zijn opgenomen) voor een besluit tot ontbinding een versterkte meerderheid en/of quorum vereist, tenzij het voorstel tot ontbinding wordt gedaan als in de paragraaf van statutenwijziging (IV.1.11.2.) omschreven.

N.V. Koninklijke Sphinx

1. Een besluit tot wijziging dezer statuten of tot ontbinding der vennootschap kan, tenzij het voorstel daartoe uitgaat van de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen, alleen worden genomen met een meerderheid van tenminste negen/tienden der uitgebrachte stemmen in een algemene vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.

227) Besluit treedt niet in werking dan na verkregen verklaring van geen bezwaar van De Nederlandsche Bank N.V.

2. Is een voorstel tot het nemen van een besluit, als in het vorige lid bedoeld, uitgegaan van de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen, dan kan zodanig besluit worden genomen met volstrekte meerderheid van stemmen, ongeacht het vertegenwoordigde kapitaal.

3. Is in een vergadering, waarin het voorstel tot het nemen van een besluit, als bedoeld in lid 1 aan de orde wordt gesteld, niet het vereiste kapitaal vertegenwoordigd, dan wordt een tweede vergadering bijeengeroepen, te houden ten hoogste achtentwintig dagen na de eerste vergadering, waarin alsdan, ongeacht het vertegenwoordigde kapitaal, mits met de vereiste meerderheid, vermeld in het eerste respectievelijk het tweede lid van dit artikel, een besluit als bedoeld in lid 1 kan worden genomen.

Bij de oproeping tot de nieuwe vergadering moet worden vermeld, dat en waarom een besluit kan worden genomen, onafhankelijk van het ter vergadering vertegenwoordigde kapitaal.

(art. 33)

- b. Evenals dit bij statutenwijziging het geval is, kan in een aantal gevallen een besluit tot ontbinding alleen genomen worden op voorstel van een vennootschapsorgaan en onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

	onder goedkeuring van	
	prioriteit	raad van commissarissen
prioriteit	--	3
bestuur	25	46
raad van commissarissen	1	--
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	4	--
op voorstel van		

- c. Voor vennootschappen waarop de structuurregeling van toepassing is zie de onder 2c gemaakte opmerking bij statutenwijziging. In dit geval is op 41 van de 61 vennootschappen (67,2 procent) de structuurregeling van toepassing.

- d. Afwijkende bepalingen.

Heineken N.V.

Besluiten tot wijziging der statuten en tot ontbinding der vennootschap kunnen door de algemene vergadering van aandeelhouders slechts worden genomen in een vergadering waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd en uitsluitend op een voorstel van de raad van commissarissen zelf of op een door de raad van commissarissen goedgekeurd voorstel, afkomstig hetzij van de raad van bestuur, hetzij van een of meer aandeelhouders, vertegenwoordigende tenminste één-vierde van het geplaatste kapitaal.

(art. 15 lid 1)

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Meneba N.V.

Wanneer de statutenwijziging betreft verandering in artikel 13, laatste lid, of dit lid, wordt het in de twee vorige leden van dit artikel gestelde vereiste van een meerderheid van tenminste drie/vierden der uitgebrachte stemmen vervangen door de eis, dat alle uitgebrachte stemmen voor het voorstel moeten zijn uitgebracht, indien dit voorstel is gedaan door een ander dan door de hoofddirectie en de raad van commissarissen tezamen.

(art. 32 lid 3)

IV.2. Beïnvloeding samenstelling algemene vergadering van aandeelhouders

In de vorige paragrafen (IV.1.1. e.v.) zijn aan de orde geweest middelen welke beogen de macht van de algemene vergadering van aandeelhouders te beknotten. In de volgende paragrafen (IV.2.1. e.v.) komen aan de orde de middelen welke zich bewegen op het terrein van de samenstelling van die vergadering.

IV.2.1. Uitgifte van aandelen

De samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders wordt mede bepaald door het gegeven aan wie bij de oprichting en vervolgens gedurende het bestaan van de vennootschap aandelen zijn uitgegeven. Zoals wij in paragraaf I.2. hebben gezien, hadden de aandelen aanvankelijk alleen een 'kapitaalfunctie'. Voor het vervullen van de 'kapitaalfunctie' is het bij volgestorte aandelen doorgaans van ondergeschikt belang hoe de algemene vergadering van aandeelhouders is samengesteld, en derhalve aan wie de aandelen worden uitgegeven. Naarmate de 'zeggenschapsfunctie' van het aandeel aan belang toenam, werd ook van meer gewicht op welke wijze de algemene vergadering van aandeelhouders is samengesteld. Samenstelling van die vergadering kan, zoals gezegd, worden beïnvloed door uitgifte van aandelen. Het behoeft dan ook geen verwondering te wekken dat uitgifte van aandelen wordt gebruikt als beschermingsmiddel. De omvang van dit gebruik rechtvaardigt een afzonderlijke behandeling in hoofdstuk V. In dat hoofdstuk komt tevens aan de orde het spiegelbeeld van de uitgifte: de verkrijging van eigen aandelen, en met name de vraag of verkrijging van eigen aandelen een rol kan spelen bij bescherming.

IV.2.2. Aandelen op naam

De statuten bepalen of aandelen op naam of aan toonder luiden (art. 82 lid 1), dan wel ter keuze van de aandeelhouder op naam of aan toonder. Indien de aandelen op naam luiden dient het bestuur een register te houden waarin de namen en adressen van alle houders van aandelen op naam zijn opgenomen, met vermelding van het op ieder aandeel gestorte bedrag (art. 85 lid 1). Dit register van aandeelhouders kan voor het bestuur dienen als controlemiddel, zowel voor het tijdig signaleren van ongewenste mutaties in het aandelenbezit, als voor de juiste nakoming van statutaire regelingen, welke mede bedoeld zijn om de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders te reguleren. Aandelen op naam maken het voorts mogelijk in de statuten de overdraagbaarheid van die aandelen te beperken, met behulp van de in de volgende paragraaf aan de

orde komende blokkeringsregelingen*228.

Een bezwaar tegen aandelen op naam is, dat de verhandelbaarheid van de aandelen aanzienlijk wordt bemoeilijkt. De verhandelbaarheid wordt extra bemoeilijkt indien de overdraagbaarheid ook nog beperkt is door een blokkeringsregeling. Notering van aandelen op naam op de Amsterdamse Effectenbeurs is niet goed mogelijk*229. Voorzover mij bekend is, zijn van de vennootschappen die genoteerd zijn op de officiële markt en officieel zijn toegelaten tot de parallelmarkt geen aandelen op naam genoteerd.

IV.2.3. Blokkeringsregelingen*230

Met blokkeringsregelingen kan de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders worden beïnvloed. Bij blokkeringsregelingen kan naar mijn mening onderscheid gemaakt worden tussen regelingen die tot doel hebben:

- A. beperking van de aandeelhouderskring, en
- B. beperking van het aandeelhoudersbezit.

De wet (art. 87) en de richtlijnen*231 stellen eisen aan de inhoud van blokkeringsregelingen. Van der Grinten*232 schrijft in het Handboek, dat met een a contrario redenering art. 87 een argument geeft, dat de wet overdrachtsbeperkingen bij toonderaandelen niet toelaat. De richtlijnen*233 gaan er vanuit dat alleen de overdracht van aandelen op naam kan worden geblokkeerd. Het departement staat blokkeringsregelingen bij toonderaandelen niet toe.

IV.2.3.1. Ad A. beperking van de aandeelhouderskring

De aandeelhouderskring kan statutair op twee wijzen worden beperkt, en wel door:

1. De in de wet genoemde twee blokkeringsregelingen:
 - a. de zogenaamde goedkeuringsregeling (art. 195 lid 3). Voor de overdracht van aandelen heeft een aandeelhouder de goedkeuring nodig van een daarvoor in de statuten aangewezen vennootschapsorgaan;
 - b. de zogenaamde aanbiedingsregeling (art. 195 lid 4). Een aandeelhouder kan zijn aandelen niet overdragen aan een derde alvorens

228) Polak, blz. 60, 61 en 122 e.v.; Vroom, blz. 31 e.v.; Van Campen, blz. 48; Francissen en Jansen, blz. 97.

229) Van fondsen met aandelen op naam worden doorgaans certificaten aan toonder verhandeld

230) Handboek, No. 181; Schwarz

231) Richtlijnen 1986, Paragraaf 31 t/m 36.

232) Handboek, No. 181.

233) Richtlijnen 1986, Paragraaf 31.

deze aan mede-aandeelhouders te hebben aangeboden;
Het is ook mogelijk een combinatie te maken van een goedkeurings- en aanbiedingsregeling*²³⁴.

2. Het stellen van kwaliteitseisen.

Een aandeelhouder dient aan bepaalde eisen te voldoen. Deze eisen kunnen worden gesteld in positieve zin door aan het aandeelhouderschap het vereiste van een bepaalde kwaliteit te stellen, b.v. nationaliteit, ingezetenschap van een bepaald land of bepaalde landen, een bepaald beroep, het zijn van natuurlijk persoon, etc.*²³⁵, doch ook in negatieve zin door bepaalde categorieën van het aandeelhouderschap uit te sluiten, b.v. rechtspersonen. De richtlijnen*²³⁶ geven gedetailleerde voorschriften waaraan statutaire bepalingen met betrekking tot kwaliteitseisen dienen te voldoen.

Koninklijke Nederlandsche Springstoffenfabrieken N.V.

Aandeelhouders kunnen slechts zijn:

a. Nederlanders;

b. vennootschappen onder firma en commanditaire vennootschappen, in Nederland gevestigd, waarvan de meerderheid der beherende vennoten voldoet aan het vereiste sub a.

c. rechtspersonen opgericht naar Nederlands recht, die hier te lande gevestigd zijn en blijven, en waarvan de meerderheid der bestuurders en waarvan, zo die er zijn, de meerderheid der commissarissen en waarvan, zo die er zijn, de meerderheid van houders van aandelen, aan welker bezit bijzondere macht verbonden is, voldoet aan het vereiste sub a;

d. de Staat der Nederlanden.

(art. 5 lid 5)

Aandelen A kunnen slechts toebehoren aan de Staat der Nederlanden en/of andere Nederlandse publiekrechtelijke lichamen

(art. 5 lid 6)

234) Schwarz, blz. 6; Handboek, No. 181.1; Slagter, blz. 210; Dortmund, P.J., Rechtspersonen, art. 195, aant. 7; Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 20, aant. 4; Sanders-Westbroek, blz. 90.

235) De nationaliteitseis wordt in voorkomende gevallen ook gesteld voor bestuurders en commissarissen

DORDTSCHЕ PETROLEUM-INDUSTRIE MAATSCHAPPIJ N.V.

De leden van de Raad van Beheer moeten de Nederlandse nationaliteit bezitten.

(art. 10 lid 2);

vgl. ook art. 311 WvK, zie paragraaf III.4; Polak, blz. 126. Bij structuurvennootschappen mogen statuten geen kwaliteitseisen voor commissarissen bevatten (behoudens ontheffing), Richtlijnen 1986, Paragraaf 14. Bij kwaliteitseisen is de algemene vergadering van aandeelhouders in haar keuze beperkt, doch deze beperking gaat niet zover als bij een bindende voordracht, waarbij alleen de mogelijkheid bestaat van doorbreking van de voordracht. De kwaliteitseis van een bepaalde nationaliteit heeft aanzienlijk aan belang ingeboet door verbodsbepalingen dienaangaande in EEG verordeningen; zie Richtlijnen 1986, Paragraaf 34. Een omstreden vraag is of het bezit van bepaalde aandelen (b.v. prioriteitsaandelen) als eis mag worden gesteld voor de benoeming van bestuurders en commissarissen; zie Cremers, blz. 12 met de daar aangehaalde literatuur.

236) Richtlijnen 1986, Paragraaf 34.

Op de vraag of het stellen van een kwaliteitseis kan worden gezien als een blokkeringsregeling kan naar mijn mening geen eenduidig antwoord worden gegeven^{*237}. Schwarz noemt als kenmerk van blokkeringsregelingen dat zij de vrijheid beperken van overdracht van aandelen in die zin dat zodanige overdracht niet zonder inachtneming van de blokkeringsclausules tot stand kan komen^{*238}. Als blokkeringsregeling kan niet worden beschouwd het stellen van een kwaliteitseis in de statuten, waarbij op de verkrijger slechts een statutaire verplichting tot vervreemding van aandelen wordt opgelegd, aangezien daarmee niet kan worden voorkomen dat de verkrijger aandeelhouder wordt^{*239}. In de richtlijnen^{*240} wordt het onderwerp 'eisen voor aandeelhouderschap' behandeld in het hoofdstuk Blokkeringsregelingen. Westbroek^{*241} merkt omtrent deze indeling op dat de kwaliteitseisen, ofschoon zij in het hoofdstuk blokkering een plaats hebben gevonden, slechts gedeeltelijk hetzelfde terrein bestrijken, namelijk alleen in zoverre, dat overdracht aan iemand, die niet aan de kwaliteitseisen voldoet, wordt uitgesloten. De beperkingen en verplichtingen opgelegd aan de aandeelhouder, die niet (meer) aan de kwaliteitseisen voldoet, vallen volgens hem niet onder het begrip blokkering.

Of het stellen van een kwaliteitseis als een blokkeringsregeling kan worden gezien, hangt naar mijn mening af van de formulering van de betreffende statutaire bepaling. Wordt in de statuten bijvoorbeeld bepaald, dat overdracht van aandelen uitsluitend kan geschieden aan natuurlijke personen of, dat houders van aandelen slechts kunnen zijn natuurlijke personen, dan moet een dergelijke kwaliteitseis naar mijn mening als een blokkeringsregeling worden beschouwd. Deze kwaliteitseis heeft dan zakelijke werking. Overdracht van aandelen waarbij deze kwaliteitseis niet in acht is genomen doet het aandeelhouderschap niet overgaan^{*242}. Overdracht aan een rechtspersoon heeft in genoemd voorbeeld geen effect;

237) In het Handboek, No. 181, wordt het stellen van kwaliteitseisen gezien als een systeem van blokkering; idem Slagter, blz. 212; Van Schilfgaarde, blz. 99. Anders: Francissen en Jansen, blz. 98, die de kwaliteitseis niet in de paragraaf omtrent de blokkeringsregeling behandelen.

238) Schwarz, blz. 18.

239) Schwarz, blz. 18.

240) Richtlijnen 1986, Paragraaf 34.

241) Westbroek, W. en Schulting, A.A., Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 24, aant. 1.

242) In deze zin Schwarz, blz. 21 e.v. en de aldaar vermelde literatuur, ten aanzien van de uit de wet overgenomen goedkeurings- en aanbiedingsregeling. Naar mijn mening geldt dit voor alle blokkeringsregelingen en derhalve ook voor de kwaliteitseis en de X%-regeling die als zodanig kunnen gelden; zie over de X%-regeling in dit verband de volgende paragraaf. Zie ook Dortmund, blz. 59: 'Algemeen wordt thans aangenomen dat aan statutaire blokkeringsregelingen, bij naamloze of besloten vennootschappen zakelijke werking moet worden toegekend.'; Zie ook de bij Dortmund in noot 3 bij hoofdstuk B vermelde literatuur.

de rechtspersoon wordt geen aandeelhouder^{*243}. In een dergelijk geval is er mijns inziens dan ook geen noodzaak dat de statuten bepalen of en in hoeverre een aandeelhouder die niet aan de gestelde eisen voldoet, het vergader- en stemrecht en het recht op uitkeringen kan uitoefenen, zoals de richtlijnen^{*244} dwingend voorschrijven.

De vraag of het stellen van een kwaliteitseis al dan niet beschouwd kan worden als een blokkeringsregeling is bij een X%-regeling welke gecombineerd wordt met een kwaliteitseis onder andere van belang voor de gevolgen van de overschrijding van de X%-grens, welke gevolgen in paragraaf IV.2.4.3. aan de orde komen.

IV.2.3.2. Ad B. beperking van het aandelenbezit^{*245}

De beperking van het aandelenbezit, waaronder door mij wordt verstaan zowel een beperking van het houden van aandelen als van het overdragen van aandelen, is een van de klassieke beschermingsmiddelen. Aanvankelijk om te bewerkstelligen dat niet enkele aandeelhouders het overwicht in de vennootschap zouden verkrijgen^{*246}, en naderhand vooral als een van de maatregelen tot wering van vreemde invloed uit nationale ondernemingen.

Het bezit van het aantal aandelen kan aan een maximum worden gebonden. Dit maximum wordt doorgaans uitgedrukt in een percentage van het geplaatste kapitaal, doch kan ook worden uitgedrukt in een percentage van het maatschappelijke kapitaal of van aandelen van een bepaalde soort. In verband met het percentage als rekeneenheid wordt een dergelijke statutaire voorziening ook wel '1%-regeling' genoemd, naar het percentage, dat het meest gebruikt wordt, of, zonder aanduiding van een percentage, 'X%-regeling'. In het hierna volgende zal de term X%-regeling worden gebruikt. Indien een X%-regeling in de statuten is opgenomen staan de aandelen waarop deze regeling betrekking heeft op naam en worden de tegenover de aandelen afgegeven certificaten aan toonder ter beurse genoteerd. De statutaire X%-regeling houdt dan ook nauw verband met de in paragraaf III.3.1. besproken buiten-statutaire certificering van aandelen. Aangezien de X%-regeling in een betrekkelijk groot aantal (24,9 procent) van de onderzochte statuten voorkomt, zal aan deze regeling afzonderlijk aandacht worden besteed in de volgende paragrafen.

243) Van Solinge, A.G., De rechtspersoon als aandeelhouder, NV 54, blz. 185. Volgens Van Solinge behoeft er geen twijfel over te bestaan dat het weren van rechtspersonen als aandeelhouder geoorloofd is. Deze beperking maakt de overdracht van aandelen niet onmogelijk of uiterst bezwaarlijk; vgl. art. 87, tweede zin.

244) Richtlijnen 1986, Paragraaf 34.

245) Polak, blz. 60 en 122 e.v.; Vroom, blz. 31; Schut, blz. 22 e.v.; VU-rapport 1969, blz. 4; SMO-publicatie 1971, blz. 31 en 35.

246) Ook vormde deze beperking van het aandelenbezit een zekere waarborg dat aandeelhouders van niet-volgestorte aandelen aan hun volstortingsverplichting zouden kunnen blijven voldoen; zie Van Houten Szn, D., Het stemrecht in de naamloze vennootschap, blz. 12.

Op de vraag of een X%-regeling gezien kan worden als een blokkeringsregeling wordt in de literatuur geen eensluidend antwoord gegeven. Enkele schrijvers spreken over een zekere verwantschap van de X%-regeling met een blokkeringsregeling^{*247}. Naar mijn mening moet bij de beantwoording van genoemde vraag dezelfde nuancering aangebracht worden als bij de beantwoording van de vraag of het stellen van een kwaliteitseis kan worden gezien als een blokkeringsregeling. Het hangt van de formulering van de betreffende statutaire bepaling af of een X%-regeling als een blokkeringsregeling kan worden beschouwd en zakelijke werking heeft. Niet als blokkeringsregeling kan worden beschouwd een X%-regeling, waarbij op de verkrijger die de X%-grens overschrijdt slechts een statutaire verplichting tot vervreemding van aandelen wordt opgelegd. Naar mijn mening kunnen naast de in de wet genoemde goedkeurings- en aanbiedingsregeling ook als blokkeringsregeling worden beschouwd de in de vorige paragraaf bedoelde kwaliteitseis en de X%-regeling^{*248}, waarbij in de statuten niet de verplichting tot vervreemding is opgenomen^{*249}. Al deze statutaire regelingen hebben immers tot gevolg dat de mogelijkheid van vrije overdracht van aandelen wordt beperkt. Een overdracht waarbij de uit de betreffende blokkeringsregeling voortvloeiende vereisten niet in acht zijn genomen, doet het aandeelhouderschap niet overgaan. Concreet houdt dit voor de hiervoor bedoelde X%-regeling in, dat overdracht van aandelen aan een aandeelhouder voorzover hij daardoor meer dan X% van het geplaatste kapitaal zou gaan bezitten, geen effect heeft; hij wordt met betrekking tot die aandelen geen aandeelhouder.

De vraag of een X%-regeling al dan niet gezien kan worden als een blokkeeringsregeling is, evenals hiervoor is opgemerkt ten aanzien van de kwaliteitsregeling.

247) Van der Grinten, W.C.L., schreef in de 10e druk van het Handboek, blz. 294 dat de statutaire bepaling dat een persoon niet meer dan een bepaald nominaal bedrag aan aandelen of niet meer dan een bepaald percentage van het aandelenkapitaal van de vennootschap mag verkrijgen een zekere verwantschap heeft met blokkering van aandelen. In de 11e druk, blz. 305, merkt hij deze statutaire bepaling aan als vorm van blokkering; zie ook de volgende noot; Slagter, blz. 212. Zie ook Francissen en Jansen, blz. 98.

248) Van Solinge, A.G., De rechtspersoon als aandeelhouder, NV 54, blz. 184 en 185, beschouwt de X%-regeling als een blokkeringsregeling. Zo ook Handboek, No. 181. Zie ook Schwarz, blz. 62. Het departement stelt zich kennelijk op hetzelfde standpunt door te eisen dat een statutaire bepaling van een X%-regeling voldoet aan de eisen van Paragraaf 36 van de Richtlijnen 1986 omtrent de prijsbepaling.

249) Voor de stelling dat een X%-regeling kan worden beschouwd als een blokkeringsregeling kan ook steun worden gevonden in de memorie van toelichting op het wetsontwerp betreffende de Invoering van een geschillenregeling in besloten vennootschappen en bepaalde naamloze vennootschappen (Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 1984-1985, Nr. 18905), waar op blz. 16 staat vermeld dat als blokkeringsregeling kan worden beschouwd 'de bepaling dat geen aandeelhouder méér dan 1% van de aandelen mag bezitten'. In deze passage in de memorie van toelichting en in de vorige noot aangehaalde literatuur, met uitzondering van Schwarz, wordt echter niet de door mij bedoelde nuancering aangebracht. Anders: Gecombineerde commissie vennootschapsrecht in haar rapport inzake W.o. 18905, gepubliceerd in WPNR 5793, blz. 509.

teitseis, onder andere van belang voor de gevolgen van de overschrijding van de X%-grens. Indien men de hiervoor bedoelde X%-regeling niet als een blokkeringsregeling wil zien, is dit mogelijk wel het geval ten aanzien van de in de vorige paragraaf bedoelde kwaliteitseis, of omgekeerd. Beschouwt men geen van beide als een blokkeringsregeling, dan heeft die zienswijze consequenties voor de redactie van de X%-regeling. In dat geval zullen onder andere de gevolgen moeten worden geregeld voor het geval door overdracht aandelen worden verkregen voor meer dan het toegestane percentage (bijvoorbeeld een vervreemdingsplicht). Voorts zijn de mogelijkheden om de overdracht van stemrecht bij het vestigen van vruchtgebruik te beperken of uit te sluiten, beperkt*250.

IV.2.4. X%-regeling*251

IV.2.4.1. Inleiding

Bij een X%-regeling wordt, ruw geschetst, het bezit van één aandeelhouder en/of de overdracht en uitgifte van aandelen aan één aandeelhouder beperkt tot een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal. Indien de statuten voorzien in verschillende soorten van aandelen, bijvoorbeeld naast gewone aandelen ook in prioriteits- en/of preferente aandelen, zal deze beperking in de meeste gevallen alleen gelden voor de gewone aandelen, aangezien de genoemde andere soorten van aandelen zelden ter beurse zijn genoteerd en zich doorgaans in vaste handen bevinden. De aandelen waarop de X%-regeling betrekking heeft, luiden op naam en zijn ten titel van beheer in het bezit van een administratiekantoor. Het administratiekantoor, dat een beroepsadministratiekantoor kan zijn of een speciaal voor dit doel opgericht administratiekantoor ('eigen of ad hoc' administratiekantoor)*252, is uitgezonderd van de beperking van het aandelenbezit en/of uitgifte en overdracht. Tegenover de in zijn bezit zijnde aandelen geeft het administratiekantoor certificaten aan toonder uit, die ter beurse worden genoteerd. De certificaten zijn royeerbaar in aandelen, doch ten hoogste tot het in de statuten vermelde maximum percentage van X%.

De bescherming komt hierin tot uiting dat het administratiekantoor door zijn grote bezit (bij een geslaagde certificering doorgaans rond de 80 à 90 procent) aan aandelen in het kapitaal van de vennootschap meestal de zeggenschap in de algemene vergadering van aandeelhouders heeft. Een overvaller of onvriendelijke overnemer kan ter beurse alleen certificaten kopen, waaraan geen stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap is verbonden. Een overvaller of onvriendelijke

250) Zie hierover paragraaf IV.2.4.7.a.

251) Handboek, No. 181; Slagter, blz. 205 en 212; Sanders-Westbroek, blz. 209; Schut, blz. 23; VU-rapport 1969, blz. 4; SMO-publicatie 1971, blz. 31 en 35; Francissen en Jansen, blz. 92 e.v. en 98; Van Solinge, A.G., De rechtspersoon als aandeelhouder, NV 54, blz. 184 en 185.

252) Zie hierover en over de eisen die de VvdE ten aanzien van administratiekantoren stelt paragraaf III.3.1.

overnemer kan zijn certificaten wel verwisselen in aandelen met stemrecht, doch dit royement is beperkt tot X% van het geplaatste kapitaal.

In X%-regelingen wordt - zoals aan het begin van deze paragraaf reeds tot uitdrukking is gebracht - de verkrijging van aandelen door uitgifte van aandelen doorgaans gelijkgesteld met overdracht van aandelen. Wanneer in deze en de volgende paragrafen wordt gesproken over overdracht van aandelen wordt uitgifte van aandelen daaronder mede begrepen. Op uitgifte van aandelen en de X%-regeling wordt nog nader ingegaan in paragraaf IV.2.4.3. en IV.2.4.6.

In de volgende paragrafen zal nader worden ingegaan op enkele facetten van de X%-regeling en de resultaten van het statutenonderzoek.

IV.2.4.2. X%-regeling en haar verschijningsvormen in statuten

IV.2.4.2.1. Verschijningsvormen

In theorie kan onderscheid gemaakt worden tussen twee vormen van X%-regelingen*253, te weten:

- A. X%-regelingen, die uitgaan van een verbod om meer dan het in de statuten vermelde maximum percentage in de vorm van aandelen te houden, en
- B. X%-regelingen, waarbij overdracht van aandelen niet kan geschieden, indien degene aan wie zou worden overgedragen reeds meer dan het in de statuten vermelde maximum percentage in de vorm van aandelen heeft, of tengevolge van de overdracht meer dan dat percentage aan aandelen zou verkrijgen,

doch in de praktijk komen zij niet altijd in een van deze twee vormen voor. In veel gevallen worden zij gecombineerd met één van de hiervoor in paragraaf IV.2.3.1. genoemde (andere) blokkeringsregelingen, vooral de kwaliteitseis.

Betrekken wij bij het maken van een indeling van de door beursvennootschappen gebruikte X%-regelingen ook de kwaliteitseis, dan kunnen de X%-regelingen worden onderverdeeld in de volgende drie hoofd-varianten, waarvan één met twee sub-varianten:

1. X%-regelingen, waarbij naast de beperking van de overdracht van aandelen tot X% van het geplaatste kapitaal, bepaald wordt dat overdracht van aandelen uitsluitend kan geschieden aan natuurlijke personen.
 N.V. KONINKLIJKE DISTILLEERDERIJEN ERVEN LUCAS BOLS
 Overdracht van gewone aandelen kan uitsluitend geschieden aan natuurlijke personen. (art. 10 lid 1)
 Onverminderd het in het vorige lid bepaalde is overdracht van gewone aandelen niet mogelijk, indien de verkrijger.....
 houder is van een nominaal bedrag aan gewone aandelen van één procent of meer van het geplaatste kapitaal van de vennootschap.....
 Indien de verkrijger geen houder is van gewone aandelen of houder is van een

253) Zie voor het onderscheid ook Dortmund, blz. 79.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

nominaal bedrag aan gewone aandelen van minder dan één procent van het geplaatste kapitaal, is overdracht niet mogelijk, voorzover hij daardoor meer dan één procent van het geplaatste kapitaal zou verkrijgen. Voor de toepassing van het bepaalde in dit artikel wordt onder het geplaatste kapitaal verstaan het in gewone aandelen geplaatste kapitaal van de vennootschap.
(art. 10 lid 2)

2. X%-regelingen, waarbij naast de beperking van de overdracht van aandelen tot X% van het geplaatste kapitaal, het houderschap van aandelen wordt beperkt tot natuurlijke personen en de in de statuten limitatief opgesomde rechtspersonen.

Wegener's Couranten Concern N.V.*254

1. Houders van gewone aandelen kunnen slechts zijn:
 - a. natuurlijke personen;
 - b. de vennootschap zelf;
 - c. de administratiekantoren, als bedoeld in artikel 14 lid 1, ten aanzien waarvan zulks door de Raad van Bestuur onder voorafgaande goedkeuring van de Raad van Commissarissen en de houder van het prioriteitsaandeel bij onherroepelijk besluit is bepaald. Daarbij kan de Raad van Bestuur onder gelijke goedkeuring voorwaarden stellen;
 - d. rechtspersonen die op zeven augustus negentienhonderd zes en tachtig reeds aandeelhouder van de vennootschap waren;
 - e. andere dan bovenbedoelde rechtspersonen ten aanzien waarvan door de Raad van Bestuur onder voorafgaande goedkeuring van de Raad van Commissarissen en de houder van het prioriteitsaandeel bij onherroepelijk besluit de beperking van de overdracht van gewone aandelen in de in lid 4 sub b en c van dit artikel genoemde gevallen is opgeheven. Het besluit houdt in welk bedrag aan gewone aandelen de andere rechtspersoon mag houden. Het in dit besluit genoemde bedrag geldt als maximum bedrag aan gewone aandelen, dat deze andere rechtspersoon mag houden.

(art. 15 lid 1)

Overdracht van gewone aandelen is niet mogelijk, indien de verkrijger houder is van een nominaal bedrag aan gewone aandelen van één procent (1%) of meer van het aan gewone aandelen geplaatste kapitaal van de vennootschap, waarbij onder geplaatst kapitaal mede worden begrepen de ingekochte en ingetrokken gewone aandelen. Indien de verkrijger geen houder is van gewone aandelen of houder is van een nominaal bedrag aan gewone aandelen van minder dan één procent (1%) van het aan gewone aandelen geplaatste kapitaal, is overdracht niet mogelijk, voorzover hij daardoor meer dan één procent (1%) van het aan gewone aandelen geplaatste kapitaal zou verkrijgen. Onder verkrijger wordt mede begrepen de persoon of de personen met wie de verkrijger krachtens een onderlinge regeling tot samenwerking aandelen houdt.
(art. 15 lid 2)

3. X%-regelingen, waarbij behalve natuurlijke personen ook rechtspersonen, welke dan ook, aandeelhouder kunnen zijn en worden. Bij deze variant zijn de volgende twee sub-varianten te onderscheiden:
- a. In de ene sub-variant is overdracht niet mogelijk voorzover de aandeelhouder meer aandelen dan X% van het geplaatste kapitaal bezit of verkrijgt.

254) Thans Wegener Tijl N.V.

GROLSCH BIERBROUWERIJ N V

Overdracht van gewone aandelen is niet mogelijk, indien de verkrijger

- a houder is van een nominaal bedrag aan gewone aandelen van een procent of meer van het totale in de vorm van gewone aandelen geplaatste kapitaal van de vennootschap, of
- b door zodanige overdracht meer dan een procent van het totale in de vorm van gewone aandelen geplaatste kapitaal aan gewone aandelen zou verkrijgen (art 16 lid 1)

- b. In de andere sub-variant mag een aandeelhouder niet meer aandelen dan X% van het geplaatste kapitaal op zijn naam hebben of gesteld krijgen;

Rood Testhouse International N V

Een natuurlijke of rechtspersoon mag niet meer dan een procent van de geplaatste gewone aandelen op zijn naam hebben of gesteld krijgen

(art 17 lid 1 sub a)

Houders van gewone aandelen kunnen slechts zijn vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal, tenzij de directie daarvan ontheffing verleent

(art 17 lid 1 sub b)

Het verschil tussen de varianten 1 en 2 is, dat bij variant 2 het aandelenbezit van de rechtspersonen die op het moment van statutenwijziging, waarbij de X%-regeling werd ingevoerd, reeds aandeelhouder waren, bij verhoging van het geplaatste kapitaal - b.v. door uitgifte van aandelen - kan meegroeien met het vergrote geplaatste kapitaal (maximaal handhaving van het bestaande percentage).

Kas-Associatie N V

In afwijking van het bepaalde in de eerste zin van het vorige lid (uitgifte wordt met overdracht gelijkgesteld, RPV) is toegestaan dat een aandeelhouder, die meer dan één procent van het geplaatste kapitaal houdt, door uitgifte van aandelen meer aandelen verkrijgt dan een procent van het totale geplaatste kapitaal, echter ten hoogste tot een zodanig percentage van het nominaal bedrag, waarmee het geplaatste kapitaal door de uitgifte wordt verhoogd, als gelijk is aan het percentage van het geplaatste kapitaal, dat die aandeelhouder voor die uitgifte hield

(art 12 lid 4)

Bij variant 1, waarbij alleen overdracht aan natuurlijke personen mogelijk is, wordt het aandelenbezit van de op het moment van statutenwijziging bestaande rechtspersonen als het ware 'bevroren' tot het aantal dat zij op moment van statutenwijziging bezaten. Hun aandelenbezit kan niet meegroeien met de verhogingen van het geplaatste kapitaal, zoals hierboven is geschetst. In het geval van een verhoging van het geplaatste kapitaal loopt het bezit, uitgedrukt in een percentage van het geplaatste kapitaal, terug.

Voorts kunnen de in variant 2 genoemde rechtspersonen die op het moment van invoering van de X%-regeling reeds aandeelhouder van de vennootschap waren, na gehele of gedeeltelijke verwisseling van hun aandelen in certificaten, de certificaten vervolgens weer verwisselen (terugwisselen) in aandelen, omdat zij op grond van de bepalingen in de statuten aandeelhouder van de vennootschap kunnen zijn. Bij deze terugwisseling is de rechtspersoon uiteraard wel gebonden aan het in de statuten van de ven-

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

nootschap genoemde maximum percentage dat een aandeelhouder mag bezitten en aan de beperking van de overdracht tot hetzelfde percentage, tenzij een ontheffing van toepassing is. Bij variant 1 is genoemde terugwisseling in het geheel niet mogelijk, omdat bij die vennootschappen overdracht van aandelen uitsluitend kan geschieden aan natuurlijke personen.

Zowel bij variant 1, als bij variant 2, kan na de statutenwijziging, waarbij de X%-regeling wordt ingevoerd, een rechtspersoon geen aandeelhouder meer worden, behoudens de rechtspersonen waarvoor in de regeling een uitzondering op de bezit- en overdrachtbeperking is opgenomen.

De huidige vennootschapspraktijk heeft naar mijn indruk een voorkeur voor variant 1. Zoals uit het in de volgende paragraaf aan de orde komende statutenonderzoek zal blijken, komt die in de praktijk het meeste voor. Variant 3a heeft een systeem dat overeenkomt met dat van de varianten 1 en 2. Bij variant 3b wordt in een aantal gevallen bepaald dat houders van aandelen niet kunnen zijn andere rechtspersonen dan vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal, tenzij het bestuur daarvan bij onherroepelijk besluit ontheffing verleent. Persoonlijk heb ik een voorkeur voor variant 2, en wel om de volgende redenen:

- a. overdracht van aandelen wordt beperkt tot natuurlijke personen, met als gevolg dat er geen gebruik kan worden gemaakt van rechtspersonen om de X%-regeling te ontgaan;
- b. houders van aandelen kunnen ook zijn de limitatief in de statuten opgesomde rechtspersonen, waaronder de rechtspersonen die reeds aandeelhouders waren op het moment van invoering van de X%-regeling. Bij uitgifte van nieuwe aandelen kunnen deze rechtspersonen hun aandelenbezit op peil houden, en wel tot maximaal hetzelfde percentage dat zij reeds bezaten maar dan van het door uitgifte verhoogde geplaatste kapitaal.

IV.2.4.2.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van X%-regelingen het volgende resultaat opgeleverd:

1. Vennootschappen met een X%-regeling.

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen met een X%-regeling	
		aantal	%
officiële markt	193	41	21,2
parallel-markt	43	18	41,8
totaal	237	59	24,9

In de statuten van de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (31 in totaal) zijn geen X%-regelingen aangetroffen. Laten wij deze vennootschappen buiten beschouwing dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen met een X%-regeling	
		aantal	%
officiële markt	163	41	25,2
parallel- markt	43	18	41,9
totaal	206	59	28,6

Opmerkingen:

- a. Behalve de in bovenstaand overzicht opgenomen vennootschappen met een X%-regeling zijn er van de vennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht nog 17 vennootschappen, waarvan certificaten van aandelen ter beurse zijn genoteerd, maar in wier statuten geen X%-regeling is opgenomen. Van deze 17 vennootschappen zijn door 11 vennootschappen niet-royeerbare certificaten van aandelen uitgegeven; bij 4 vennootschappen hiervan zijn naast de niet-royeerbare certificaten ook gewone aandelen ter beurse genoteerd. De certificaten van aandelen van de overige 6 vennootschappen zijn volledig royeerbaar, voorzover dit in de administratievoorwaarden niet is beperkt. Een onderzoek naar de in administratievoorwaarden voorkomende beperkingen ten aanzien van de royerling viel buiten het bestek van het aan dit boek ten grondslag liggende statutenonderzoek. Van één vennootschap met een X%-regeling zijn geen certificaten van aandelen uitgegeven; de gewone aandelen, welke ter keuze van de aandeelhouder hetzij aan toonder hetzij op naam luiden, zijn ter beurse genoteerd.
- b. Twee van de in bovenstaand overzicht opgenomen vennootschappen met een X%-regeling hebben een zogenaamde '2%-regeling'. In één geval is sprake van een '5%-regeling'. De overige een '1%-regeling'.
2. Vennootschappen met een X%-regeling gesplitst naar structuurvennootschappen met het volledige regime en beperkte regime en vennootschappen van het gewone model.

	vennootschappen met een X%- regeling	volledige structuur		beperkte structuur		geen structuur	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	41	31	75,6	-	-	10	24,4
parallel- markt	18	6	33,3	-	-	12	66,7
totaal	59	37	62,7	-	-	22	37,3

3. De X%-regelingen ingedeeld naar de in de vorige paragraaf genoemde varianten.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

	varianten van X%-regelingen			
	variant 1	variant 2	variant 3	
			a	b
officiële markt	21	5	7	5
parallel-markt	5	2	6	4
totaal	26	7	13	9

Opmerking:

In bovenstaand overzicht van varianten kan een viertal X%-regelingen niet worden ondergebracht.

- (i) In de statuten van N.V. Medicopharma is sprake van een 1%-regeling welke wordt gekoppeld aan een in paragraaf IV.2.3.1. genoemde aanbiedingsregeling.

Indieneenzelfde aandeelhouder ... te zamen met de eventuele reeds aan hem toebehorende aandelen, een titel tot eigendom of de eigendom van een groter aantal aandelen verwerft dan overeenkomt met één procent van het alsdan geplaatste kapitaal is de betrokkene verplicht binnen veertien dagen hiervan schriftelijk mededeling te doen aan de vennootschap.

(art. 7 lid 2)

Door het enkele feit, bedoeld in de aanhef van het vorige lid, geldt een zodanig aantal aandelen van de betrokken aandeelhouder, dat het in het vorige lid bedoelde percentage overtreft als aangeboden aan:

- de mede-aandeelhouders, voor zover gemeld maximum-percentage niet door hen is bereikt;
- de door de Raad van Kommissarissen aan te wijzen medegegadigden, doch slechts voor zover de sub a bedoelden van hun rechten geen gebruik hebben gemaakt.

(art. 7 lid 3).

- (ii) Het niet kunnen onderbrengen onder één van de genoemde varianten geldt ook voor de 2%-regeling in de statuten van Koninklijke Boskalis Westminster N.V. Daarin wordt alleen een opsomming gegeven van degenen die aandeelhouders kunnen zijn. Daarnaast wordt geen overdrachts- en/of uitgiftebeperking geregeld.

Aandeelhouder kan, onverminderd het bepaalde in het tweede lid van dit artikel, uitsluitend zijn:

- een door de gecombineerde vergadering van de raad van bestuur en de raad van commissarissen aan te wijzen administratiekantoor, dat aandelen in de vennootschap tegen uitgifte van royeerbare certificaten in eigendom verwerft, zulks - voor wat betreft aldus verworven aandelen - tegen een onbeperkt nominaal bedrag;
- Stichting Creditors Support, gevestigd te Amsterdam, zulks tot een onbeperkt nominaal bedrag;
- de vennootschap zelf, zulks tot een onbeperkt nominaal bedrag, mits met inachtneming van artikel 7;
- een ieder, doch ten hoogste tot het beloop van twee procent van het

nominaal bedrag van het geplaatste aandelenkapitaal;

- e. een ieder, die daartoe door de houder van het aandeel A bij onherroepelijk besluit tot het daarbij te vermelden nominale bedrag is aangewezen; aan een zodanige aanwijzing kunnen voorwaarden worden verbonden.

(art. 12 lid 1)

In afwijking van het bepaalde in het eerste lid, sub d, kunnen degenen, die op zeven mei negentienhonderdeenzeventig aandeelhouders der vennootschap waren, respectievelijk hun rechtverkrijgenden onder algemene titel, voor in totaal hetzelfde percentage, houder blijven van de aandelen, op zeven mei negentienhonderdeenzeventig door hen, respectievelijk hun rechtsvoorganger, bezeten.

Bij vervreemding van aandelen wordt het percentage, in de vorige zin bedoeld, verminderd tot het percentage, dat wordt behouden en kan, voorzover het per aandeelhouder twee procent overschrijdt, later niet weer worden verhoogd.

(art. 12 lid 2)

De sub b genoemde aandeelhoudster houdt verband met een financiële herstructurering van de vennootschap in 1986.

- (iii) Een combinatie van een X%-regeling met een bijzondere kwaliteits-eis en een goedkeuringsregeling is te vinden in de statuten van:

Meneba N.V.

Uitgifte en overdracht der aandelen mag, onverminderd het bepaalde in lid 2 van dit artikel slechts geschieden aan natuurlijke- of rechtspersonen, die het bakkersbedrijf uitoefenen of die geregeld de produkten der vennootschap nodig hebben of die naar het oordeel van de hoofddirectie noch de belangen der vennootschap, noch die der Nederlandse bakkerij schaden.

(art. 13 lid 1)

Overdracht van aandelen behoeft de goedkeuring van de hoofddirectie. De hoofddirectie zal deze goedkeuring steeds weigeren, indien door de overdracht het nominale bezit aan aandelen van een aandeelhouder meer gaat bedragen dan één procent van het dan geplaatste kapitaal, met dien verstande dat zij in dat geval verplicht zal zijn één of meer personen aan te wijzen aan wie de overdracht zonder bezwaar zal kunnen geschieden.

Deze verplichting tot weigering geldt echter niet voor overdracht van aandelen aan het Administratiekantoor van het Algemeen Administratie- en Trustkantoor B.V., gevestigd te Rotterdam.

(art. 13 lid 2)

- (iv) In de statuten van Nederlandse Participatie Maatschappij N.V. geldt de X%-regeling alleen voor de aandelen B. Bovendien wordt de aandacht getrokken door artikel 12 lid 1:

Tengevolge van de overdracht door een houder van aandelen A van aandelen A aan het administratiekantoor worden de aldus overgedragen aandelen A van rechtswege omgezet in even zoveel aandelen B. Het in de vorige zin bepaalde vindt geen toepassing indien en voor zover het maatschappelijk kapitaal aan aandelen B daartoe onvoldoende is.

(art. 12 lid 1)

IV.2.4.3. Gevolgen van de overschrijding van de X%-grens

Wat zijn de gevolgen van overschrijding van de X%-grens (het in de statuten vermelde maximum percentage dat verkregen of gehouden mag worden in

de vorm van aandelen)? Deze vraag laat zich het best beantwoorden aan de hand van de in paragraaf IV.2.4.2.1. genoemde varianten van X%-regelingen, waarbij dan tevens de verschillende wijzen van verkrijging worden behandeld, waardoor de X%-grens kan worden overschreden.

Variant 1

In de X%-regelingen van variant 1 wordt bepaald dat overdracht van aandelen niet mogelijk is, indien de verkrijger houder is, dan wel door de overdracht houder wordt van X% of meer van het geplaatste kapitaal. Een aldus geformuleerde X%-regeling kan, zoals hiervoor in paragraaf IV.2.3.2. is opgemerkt, naar mijn mening worden beschouwd als een blokkeringsregeling welke zakelijke werking heeft. Overdracht van aandelen aan een aandeelhouder voorzover deze daardoor meer dan X% aan aandelen zou gaan bezitten, heeft geen effect; hij wordt met betrekking tot die aandelen geen aandeelhouder. Hierbij past niet dat in de X%-regeling wordt bepaald dat bij overschrijding van de X%-grens een vervreemdingsplicht (overdracht aan derden of verwisseling in certificaten) ontstaat ten aanzien van de aandelen boven de X%-grens. Bij het statutenonderzoek is een dergelijke bepaling dan ook in geen van de X%-regelingen van variant 1 aangetroffen.

Variant 2

Hetgeen hiervoor is opgemerkt met betrekking tot de X%-regelingen van variant 1 is ook van toepassing op de X%-regelingen van variant 2. Ook daarin wordt bepaald dat overdracht niet mogelijk is, indien de verkrijger houder is, dan wel door de overdracht houder wordt, van X% of meer van het geplaatste kapitaal. Deze X%-regelingen zijn naar mijn mening ook blokkeringsregelingen met dezelfde zakelijke werking als die van variant 1. Een vervreemdingsplicht is ook in deze X%-regeling niet op zijn plaats. Bij het statutenonderzoek is bij de X%-regelingen van deze variant één afwijkende bepaling aangetroffen, en wel bij:

INFOTHEEK GROEP N.V.

2. Overdracht van gewone aandelen is nietig indien en voorzover de verkrijger houder is of zou worden van een nominaal bedrag van meer dan één procent (1%) van het in gewone aandelen geplaatste kapitaal. Indien evenwel een houder van gewone aandelen om welke reden ook, meer aandelen verkrijgt dan overeenkomt met het nominale van één procent (1%) van de uitstaande gewone aandelen van de vennootschap, is hij gehouden de aandelen die dit aantal teboven gaan, hetzij over te dragen aan een derde die aan de voorwaarden van het bepaalde in het eerste lid van dit artikel voldoet, hetzij aan te bieden aan een administratiekantoor als omschreven onder lid 1 c van dit artikel, ter omwisseling in certificaten. ...

(art. 10 lid 2)

Voorzover bij INFOTHEEK GROEP N.V. onder verkrijging als bedoeld in de tweede zin van art. 10 lid 2 moet worden begrepen die door overdracht, is er naar mijn mening een tegenstrijdigheid ten opzichte van het bepaalde in de eerste zin, waarin wordt bepaald dat overdracht nietig is indien en voorzover de verkrijger houder is of zou worden van meer dan X% van het geplaatste kapitaal. Ik neem echter aan dat in de tweede zin met verkrijging bedoeld is: verkrijging anders dan door overdracht.

Variant 3

Ten aanzien van de X%-regelingen van sub-variant a van variant 3 is van

toepassing hetgeen hiervoor is opgemerkt met betrekking tot de X%-regelingen van de varianten 1 en 2. Immers, ook bij die sub-variant is overdracht niet mogelijk voorzover de aandeelhouder meer aandelen dan X% van het geplaatste kapitaal bezit of verkrijgt. Deze X%-regelingen zijn naar mijn mening blokkeringsregelingen met zakelijke werking. Bij het statutenonderzoek zijn bij de X%-regelingen van deze sub-variant geen afwijkende bepalingen aangetroffen.

Dit is ten dele anders bij de X%-regelingen van sub-variant b van variant 3. Bij deze X%-regelingen wordt een formulering gebruikt van '... mag niet ...'.

Reesink N.V.

1.a. Een natuurlijke of rechtspersoon mag niet meer dan één procent van de geplaatste gewone aandelen op zijn naam hebben of gesteld krijgen, mede rekening houdend met zijn gerechtigdheid in onverdeeldheden; voor de bepaling van gemelde grens van één procent worden meegeteld de aandelen van de vennootschappen in wier kapitaal de betreffende aandeelhouder rechtstreeks of middellijk voor vijftig procent of meer deelneemt, dan wel te wier aanzien de betreffende aandeelhouder in overwegende mate bij machte is de winstbestemming te bepalen.

(art. 6 lid 1 letter a).

De gevolgen welke in de X%-regelingen, waarin een dergelijke bepaling voorkomt, zijn verbonden aan het overtreden van dit 'mogen' zijn verschillend.

In sommige X%-regelingen (in totaal 3) wordt naast genoemde bepaling van 'mag niet' ook bepaald dat geen levering kan plaatsvinden welke leidt tot overtreding van de in de statuten opgenomen X%-regeling. Deze X%-regelingen kunnen naar mijn mening ook als blokkeringsregelingen worden beschouwd, met als gevolg dat zij zakelijke werking hebben. Bij één vennootschap komt laatstgenoemde bepaling omtrent de niet toegestane levering niet voor. Aangezien in die X%-regeling niet is bepaald dat er een vervreemdingsplicht geldt ten aanzien van de teveel verkregen aandelen, zou ik willen aannemen dat deze X%-regeling ook een blokkeringsregeling is met zakelijke werking.

In andere X%-regelingen (eveneens in totaal 3) is naast genoemde bepalingen van 'mag niet' en 'kan geen levering plaatsvinden' ook nog een vervreemdingsplicht opgenomen voor de aandelen die in strijd met de X%-regeling worden verkregen. Met betrekking tot laatstgenoemde bepaling kan eenzelfde opmerking worden gemaakt als hiervoor is gedaan ten aanzien van de tweede zin van art. 10 lid 2 van de statuten van INFOTHEEK GROEP N.V. Met verkrijgingen waarvoor een vervreemdingsplicht bestaat, is waarschijnlijk bedoeld: verkrijgingen anders dan door overdracht. Neemt men dit aan dan zijn ook deze X%-regelingen blokkeringsregelingen met zakelijke werking.

Tenslotte is bij twee andere X%-regelingen slechts een vervreemdingsplicht opgenomen voor de teveel verkregen aandelen. Deze X%-regelingen zijn naar mijn mening geen blokkeringsregelingen en hebben ook geen zakelijke werking.

Tot zover de gevolgen van de overschrijding van de X%-grens door over-

dracht. De X%-grens kan echter ook worden overschreden door verkrijgingen anders dan door overdracht. In de meeste X%-regelingen worden de gevolgen van de overschrijding door deze verkrijgingen geregeld.

Verkrijging anders dan door overdracht is onder andere mogelijk bij uitgifte van aandelen. Door de verkrijging van aandelen door uitgifte gelijk te stellen met overdracht van aandelen, hetgeen in vrijwel alle X%-regelingen wordt gedaan, zijn de gevolgen van overschrijding door uitgifte dezelfde als door overdracht. Indien de X%-regeling een blokkeringsregeling is, hetgeen bij nagenoeg alle X%-regelingen het geval is, dan strekt de zakelijke werking zich ook uit over de uitgifte^{*255}. Op uitgifte van aandelen en de X%-regeling wordt nader ingegaan in paragraaf IV.2.4.6.

In sommige X%-regelingen wordt de overdracht van stemrecht bij het vestigen van vruchtgebruik of pandrecht op de aandelen waarvoor de X%-regeling geldt, op gelijke wijze beperkt als de overdracht van die aandelen. Ook deze beperking heeft bij een X%-regeling die een blokkeringsregeling is, zakelijke werking. Overdracht van het stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik of pandrecht, waarbij de X%-grens wordt overschreden, heeft in dat geval niet plaatsgevonden. Op vruchtgebruik en pandrecht op aandelen waarvoor een X%-regeling geldt, wordt nader ingegaan in paragraaf IV.2.4.7.

In sommige X%-regelingen wordt bepaald dat onder uitgifte van aandelen ook begrepen wordt de toekenning van aandelen bij een juridische fusie.

De Boer Winkelbedrijven N.V.

Onder uitgifte van aandelen wordt voor de toepassing van dit artikel begrepen de toekenning van aandelen ingevolge artikel 311 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek aan aandeelhouders van een verdwijnende vennootschap die met de vennootschap een juridische fusie aangaat.

(art. 11 lid 8)

Indien de X%-regeling een blokkeringsregeling is, dan strekt, evenals in het hiervoor genoemde geval van uitgifte, de zakelijke werking zich ook uit over de in het kader van de juridische fusie te verkrijgen aandelen. Het is dan de vraag of deze uitbreiding van het begrip uitgifte het kennelijk beoogde resultaat heeft dat de aandeelhouders van een verdwijnende vennootschap slechts aandelen kunnen verkrijgen tot het in de statuten van de verkrijgende vennootschap vermelde maximum percentage, en het restant in certificaten. De uitreiking van aandelen bij een juridische fusie geschiedt immers dwingend-rechtelijk conform art. 311 lid 2

255) De zakelijke werking heeft tot gevolg dat de krachtens een uitgiftebesluit te veel uitgegeven aandelen geacht moeten worden niet te zijn geplaatst. Deze aandelen kunnen immers ingevolge het bepaalde in de X%-regeling niet verkregen worden.

door de werking van het fusie-instrument*256. Een beperking van de verkrijging van aandelen bij een juridische fusie door op de hiervoor genoemde wijze de zakelijke werking van de X%-regeling ook te laten slaan op de juridische fusie betekent, dat, indien het in de statuten vermelde maximum percentage wordt overschreden, de fusie onmogelijk wordt, tenzij een ontheffing is opgenomen als bedoeld in paragraaf IV.2.4.5. Gesteld zou kunnen worden dat in dit verband een statutaire blokkeringsregeling met zakelijke werking als niet geschreven moet worden beschouwd. De statuten mogen immers verkrijgingen van rechtswege niet onmogelijk maken. Om het kennelijk beoogde resultaat te bereiken, moet in de X%-regeling (met zakelijke werking) ten aanzien van de te veel te verkrijgen aandelen ingevolge een juridische fusie een vervreemdingsplicht worden opgenomen*257.

Zoals gezegd mogen X%-regelingen verkrijgingen onder algemene titel of van rechtswege niet onmogelijk maken*258. In de meeste X%-regelingen die blokkeringsregelingen zijn, is voor deze verkrijgingen een vervreemdingsplicht opgenomen. Hetzelfde geldt voor middellijke verkrijgingen en het aangaan van onderlinge regelingen tot samenwerking waardoor het maximaal toegestane percentage aan aandelen wordt overschreden. Op deze laatstgenoemde in X%-regelingen voorkomende verkrijgingen wordt nader ingegaan in paragraaf IV.2.4.8. en IV.2.4.9.

In de hiervoor herhaaldelijk genoemde vervreemdingsplicht die in X%-regelingen voorkomt, wordt doorgaans tevens bepaald dat door een aandeelhouder, die tot vervreemding van aandelen verplicht is, niet na een in de statuten vastgestelde of door een vennootschapsorgaan (meestal het bestuur) vast te stellen termijn, aan zijn verplichting voldoet, geen vergader- of stemrechten op die aandelen kunnen worden uitgeoefend totdat vervreemding is geschied, en dat voorts de aan de aandeelhouder toekomende rechten op dividend op die aandelen worden opgeschort.

GELDERSE PAPIERGROEP N.V.

2. Indien een aandeelhouder aandelen verkrijgt in strijd met het in het vorige lid bepaalde, is die aandeelhouder verplicht binnen veertien dagen nadat die toestand is ingetreden, over te gaan tot vervreemding van zoveel aandelen, dat aan het in het vorige lid bepaalde is voldaan en wel hetzij door verwisseling in certificaten, af te geven door een administratiekantoor, aan te wijzen door de Raad van Bestuur van de vennootschap, hierna te noemen "het Administratiekantoor", hetzij door verkoop, hetzij op enige andere wijze. De aandeelhouder kan alle uit zijn aandeelhouderschap voortvloeiende rechten uitoefenen, doch voor wat betreft het boven het in dit

256) Dortmund, blz. 120 en 121, is van mening dat een uitgiftebesluit nodig is. Indien deze visie juist zou zijn, hetgeen ik betwijfel, kan dit voor vennootschappen waarbij in de statuten uitgifte wordt gelijkgesteld met overdracht (zie paragraaf IV.2.4.6.) zonder dat een ontheffing is opgenomen, betekenen dat een juridische fusie onmogelijk wordt.

257) Zie in dit verband Dortmund, blz. 140.

258) Vgl. Handboek, No. 181.1. en 181.5.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

artikel uitgedrukte maximum niet langer dan voor de duur van genoemde periode van veertien dagen, waarbinnen hij tot vervreemding verplicht is.

(art. 7 lid 2)

3. Indien een aandeelhouder verzuimt te voldoen aan het bepaalde in lid 2 en, na door de Raad van Bestuur bij aangetekende brief of deurwaardersexploit op zijn verzuim te zijn gewezen, gedurende veertien dagen na de ter post bezorging van de aangetekende brief, respectievelijk de betekening van het deurwaardersexploit, in gebreke blijft alsnog aan het in lid 2 bepaalde te voldoen, is de vennootschap onherroepelijk gemachtigd namens hem een zodanig aantal aandelen, tegen uitgifte van certificaten, aan het Administratiekantoor over te dragen, dat aan lid 2 is voldaan en daartoe al het nodige te verrichten. Als de betreffende aandeelhouder daarmee niet accoord gaat, dan is de vennootschap onherroepelijk gemachtigd namens hem een zodanig aantal aandelen te vervreemden dat aan lid 2 is voldaan en daartoe al het nodige te verrichten. Indien de vennootschap niet binnen zes maanden van deze machtiging gebruik heeft gemaakt wordt de betreffende aandeelhouder geacht onherroepelijk dispensatie te hebben gekregen van het gestelde in artikel 7, lid 1 sub a, met dien verstande dat het percentage aandelen dat hij op dat tijdstip bezit niet verhoogd mag worden. De prijs waarvoor die aandelen worden vervreemd, zal in overleg met de betreffende aandeelhouder worden vastgesteld. Mocht binnen vier weken daaromtrent geen overeenstemming worden bereikt, dan zal die prijs worden vastgesteld door een deskundige op verzoek van de meest gereede partij te benoemen door de heer Kantonrechter te Apeldoorn.

(art. 7 lid 3)

De in de X%-regelingen opgenomen vervreemdingsplicht sluit aan bij Paragraaf 35 van de Richtlijnen 1986, waarin onder andere wordt bepaald:

"....Zij (de statuten, RPV.) mogen bepalen dat degenen die aandelen anders dan door overdracht verkrijgen, deze moeten aanbieden en overdragen. Zij mogen bepalen dat het vergaderrecht en het stemrecht niet kunnen worden uitgeoefend en dat het recht op uitkeringen wordt opgeschort zolang de aandeelhouder zijn verplichting tot aanbidding of overdracht niet nakomt.

Wat betreft de mogelijkheden tot overdracht en de prijsvaststelling mag de regeling in de statuten niet in het nadeel van de aandeelhouder afwijken van de regeling voor vrijwillige overdracht op dat tijdstip."

Door sommige schrijvers wordt gesteld dat de bepaling inhoudende dat het vergaderrecht en het stemrecht niet kunnen worden uitgeoefend in strijd is met de wet (art. 188) en dat slechts krachtens de wet en niet krachtens de statuten (ook al is die regeling gebaseerd op de richtlijnen) het vergader- en stemrecht aan de aandeelhouder onttrokken kunnen worden*259. Dit onderdeel van de richtlijn, dat een - tijdelijke -

259) Treurniet, W.C., Het scherm gaat op, NV 33, blz. 64; NV 50, blz. 10; NV 52, blz. 167 en NV 53, blz. 110 en 111; Scheltema, F.G., Blokkering van aandelen in Naamloze Vennootschappen, NV 15, 67; Van Deutekom, C.G.L., WPNR 3674, blz. 237 en 238; Luijten, E.A.A., De B.V. als rechtsvorm ten dienste der vrije beroepen in Nederland, NV 52, blz. 27 en 28. Naar mijn mening geldt dit niet voor de sanctie in de hierna in paragraaf IV.2.4.11. te behandelen overgangsclausule bij de invoering van een X%-regeling, waarin wordt bepaald dat zolang de bestaande aandeelhouders hun aandeelbewijzen niet hebben ingeleverd, zij hun rechten niet kunnen uitoefenen. Een voorbeeld van een dergelijke sanctie krachtens een (vervolg voetnoot op volgende p.)

inbreuk op art. 118 toestaat, zou volgens Westbroek kunnen worden ondersteund met de duidelijke behoefte, welke aan het maken van zulk een inbreuk in de praktijk bestaat*²⁶⁰. Volgens Van der Grinten is verdedigbaar dat bij een wetsinterpretatie naar zin en bedoeling een dergelijke bepaling toelaatbaar is*²⁶¹. Indien een sanctie als de ontzegging van vergader- en stemrecht statutair aan het niet nakomen van bedoelde verplichting is verbonden, zal volgens Westbroek, indien men de mogelijkheid van tijdelijke ontneming van rechten aanvaardt, hantering met voorzichtigheid dienen te geschieden*²⁶². Volgens Schwarz brengt dit onder meer met zich mede dat de aandeelhouder een redelijke termijn gesteld zal dienen te worden, terwijl voorts ontneming van bedoelde rechten niet plaats zal kunnen vinden dan nadat de aandeelhouder door de vennootschap ter zake van het weigerachtig zijn tot aanbieding/overdracht van aandelen over te gaan, in gebreke is gesteld*²⁶³. In statuten met een X%-regeling, inhoudende een dergelijke sanctie, worden bedoelde termijn en ingebrekestelling dan ook doorgaans opgenomen.

De sanctie van opschorting van het recht op dividend vormt geen inbreuk op een aan aandeelhouders toekomend wettelijk recht, omdat art. 105, lid 1 deze bepaling niet verbiedt. Er is alleen sprake van opschorting en de aandeelhouder wordt niet van de winst uitgesloten*²⁶⁴.

Naast of in plaats van bedoelde sanctie kan overeenkomstig de richtlijnen in de statuten worden bepaald, dat, indien de aandeelhouder na een bepaalde tijd of na aanmaning zijn verplichting tot overdracht van aandelen niet is nagekomen, de vennootschap onherroepelijk gemachtigd is deze aan-

(vervolg voetnoot van vorige pagina)

bepaling van de wet zal een feit zijn indien het door Maeijer op het Groninger congres 'Aandelen' gedane voorstel (Aandelen, blz. 10 en 13) inzake de levering van aandelen wet wordt. Het voorstel-Maeijer is overgenomen door de Commissie Vennootschapsrecht en door de minister van Justitie in het tweede advies inzake de wettelijke regeling van de overdracht van aandelen in naamloze en besloten vennootschappen (Kamerstukken Tweede Kamer 1987-1988, 20200 VI, nr. 4): de nieuwe aandeelhouder kan zijn aan het aandeel verbonden vergader-, stem- en uitkeringsrechten slechts uitoefenen, nadat de vennootschap de overdracht schriftelijk heeft erkend onder overlegging van de akte of deze overdracht aan haar is betekend.

- 260) Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 11, aant. 6.
- 261) Handboek, No. 181.4.
- 262) Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 11, aant. 6.
- 263) Schwarz, blz. 123; zie ook blz. 19 en 20.
- 264) Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 11, aant. 6.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

delen, mits alle, over te dragen^{*265}. Volgens Van der Grinten staat de rechtsgeldigheid van deze machtiging niet buiten twijfel, omdat een rechtshandeling van de vertegenwoordigde ontbreekt. Slechts wanneer kan worden gesproken van een vennootschapsrechtelijke vertegenwoordigingsbevoegdheid van eigen aard is volgens hem de rechtsgeldigheid te redden^{*266}.

Naast de prijsbepaling die is opgenomen in het hiervoor aangehaalde art. 7 lid 3 van de X%-regeling uit de statuten van de GELDERSE PAPIERGROEP N.V., wordt in sommige X%-regelingen bij het ontbreken van een beurskoers van de te vervreemden aandelen voorgeschreven dat de prijs wordt bepaald door een (register-)accountant op verzoek van het bestuur te benoemen door de voorzitter van de Kamer van Koophandel en Fabrieken tot welker ressort de statutaire zetel van de vennootschap behoort, dan wel door de president van een bepaalde arrondissementsrechtbank. In andere X%-regelingen komt de bepaling voor dat de prijs van de te vervreemden aandelen bij gebreke van een beurskoers wordt bepaald door drie te Amsterdam kantoorhoudende leden van de VvdE, te benoemen door de VvdE. Tenslotte kan nog vermeld worden de statutaire bepaling dat de prijs wordt bepaald door de (register-)accountant, als bedoeld in de statuten van de betreffende vennootschap^{*267}.

IV.2.4.4. Geplaatst kapitaal

Het percentage van een X%-regeling is doorgaans gekoppeld aan het daadwerkelijk geplaatste kapitaal. Indien de statuten voorzien in verschillende soorten van aandelen wordt voor de toepassing van de X%-regeling onder geplaatst kapitaal meestal verstaan het aan gewone aandelen geplaatste kapitaal.

Door uitgifte kan het geplaatste kapitaal verhoogd worden, waardoor het voor bestaande aandeelhouders - al dan niet door uitoefening van het voorkeursrecht - mogelijk wordt meer aandelen te verkrijgen, en wel maximaal tot X% van het vergrote geplaatste kapitaal of het percentage dat zij ten tijde van de statutenwijziging bezaten, indien dit hoger was dan X% (zie ook hiervoor paragraaf IV.2.3.2.; voorbeeld Kas-Associatie N.V.).

Vermindering van het geplaatste kapitaal door intrekking van aandelen zou

265) Richtlijnen 1986, Paragraaf 35: "...De statuten mogen bepalen dat indien een aandeelhouder na een bepaalde tijd of na aanmaning zijn verplichting tot overdracht van aandelen niet is nagekomen, de vennootschap onherroepelijk gemachtigd is deze aandelen, mits alle, over te dragen"

266) Handboek, No. 181.5: "Te redden is de rechtsgeldigheid slechts, indien men aanneemt dat de aard van de vennootschappelijke verhouding medebrengt, dat statutair deze bevoegdheid om de individuele aandeelhouder te vertegenwoordigen aan de vennootschap kan worden gegeven." "Terecht", volgens Schwarz, blz. 19 noot 49 en blz. 123, noot 9.

267) Vgl. Richtlijnen 1986, Paragraaf 36.

tot gevolg kunnen hebben dat aandeelhouders die reeds voor de kapitaalsvermindering aandeelhouder waren een deel van hun aandelen zouden moeten overdragen en wel voorzover zij meer dan X% van het (verminderde) geplaatste kapitaal zijn gaan houden. Om dit te voorkomen verlangt het departement dat indien het percentage is gekoppeld aan het geplaatste kapitaal, in de statuten wordt bepaald dat onder het geplaatste kapitaal mede wordt begrepen de ingekochte en ingetrokken aandelen, eventueel met de toevoeging: tenzij na intrekking van aandelen wederom aandelen zijn geplaatst voor een nominaal bedrag, gelijk aan of hoger dan het nominaal bedrag van de ingetrokken aandelen.

Brink/Molyn Beheer N.V.*268

Voor de toepassing van het bepaalde in lid 5, sub b en lid 6 van dit artikel (vervreemdingsplicht voor verkrijgingen boven het toegestane percentage, RPV), gelden door de vennootschap ingetrokken gewone aandelen als geplaatste aandelen, tenzij na intrekking van gewone aandelen wederom gewone aandelen zijn geplaatst voor een nominaal bedrag, gelijk aan of hoger dan het nominaal bedrag van de ingetrokken gewone aandelen.
(artikel 13 lid 7).

Bij één vennootschap wordt bepaald dat onder geplaatst kapitaal wordt verstaan het nominaal bedrag aan gewone en preferente aandelen, terwijl alleen de overdracht van gewone aandelen door de X%-regeling wordt beperkt. De betreffende preferente aandelen zijn preferente beschermingsaandelen.

IV.2.4.5. Ontheffingen

In de X%-regelingen worden gewoonlijk ontheffingen opgenomen van de beperking van de overdracht van aandelen. Met name wordt een dergelijke uitzondering gemaakt voor het administratiekantoor, dat dan ook een onbeperkt aantal aandelen kan houden. Daarnaast worden dikwijls uitzonderingen gemaakt voor overdracht aan de vennootschap zelf, voor overdracht en uitreiking in het kader van een (juridische) fusie of ter verkrijging van een deelneming in, samenwerking met of overname van een andere vennootschap of ter verkrijging van de deelnemingsvrijstelling. Overeenkomstig de richtlijnen*269 worden, behalve de overdracht aan de vennootschap zelf, de uitzonderingen in de meeste onderzochte statuten verwoord als (onherroepelijke) ontheffingsbesluiten van een vennootschapsorgaan, meestal de directie, al dan niet onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan, waarbij voorwaarden kunnen worden gesteld.

Aanvankelijk stond de VvdE toe dat het bestuur van de vennootschap, al dan niet onder goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan, geheel naar eigen inzicht mocht beslissen aan welke aandeelhouder/ster zij ontheffing

268) Alhoewel deze vennootschap nog wel in de eerste Officiële Prijscourant van januari 1988 wordt vermeld is deze vennootschap niet in het statutenonderzoek opgenomen aangezien op 1 januari 1988 geen aandelen meer actief waren genoteerd; de vennootschap is eind 1987 in staat van faillissement verklaard.

269) Richtlijnen 1986, Paragraaf 34.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

wilde verlenen.

Furness N.V.

....

- c) andere rechtspersonen, te wier aanzien zulks door de raad van bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen bij onherroepelijk besluit is bepaald. Het besluit houdt in welk bedrag aan aandelen de rechtspersoon mag houden. Daarbij kan de raad van bestuur onder gelijke goedkeuring voorwaarden of tijdsbepalingen stellen;

(art. 7 lid 1, letter c - statuten d.d. 15 juli 1983)

Omstreeks 1985 heeft de VvdE haar beleid op dit punt gewijzigd en worden alleen nog ontheffingen toegestaan voor met name genoemde gevallen^{*270}. Zo bijvoorbeeld in de statuten van:

N.V. Verenigde Instrumentenfabrieken Enraf-Nonius

....

- e) andere dan bovenbedoelde rechtspersonen (het administratiekantoor en rechtspersonen die op 12 juni 1986 reeds aandeelhouder van de vennootschap waren, RPV) ten aanzien waarvan door de directie onder voorafgaande goedkeuring van de raad van commissarissen en de vergadering van houders van prioriteitsaandelen bij onherroepelijk besluit de beperking van de overdracht van gewone aandelen in de in lid 5 sub b en c van dit artikel genoemde gevallen is opgeheven. Het besluit houdt in welk bedrag aan gewone aandelen de andere rechtspersoon mag houden. Het in dit besluit genoemde bedrag geldt als maximum bedrag aan gewone aandelen, dat deze andere rechtspersoon mag houden.

(art. 8 lid 1)

.....

- b) op een overdracht door de vennootschap en een uitgifte door de vennootschap van gewone aandelen in het kader van hetzij een fusie - gelijk bijvoorbeeld overname van een andere onderneming -, hetzij verkrijging van een deelneming of uitbreiding hiervan ten aanzien waarvan de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen en de vergadering van houders van prioriteitsaandelen de beperking van de overdracht van gewone aandelen bij onherroepelijk besluit heeft opgeheven. Aan zodanige opheffing kunnen door de directie onder gelijke goedkeuring voorwaarden worden gesteld;
- c) op een rechtspersoon, ten aanzien waarvan ter verkrijging van de faciliteit van de deelnemingsvrijstelling, als bedoeld in de Wet op de vennootschapsbelasting 1969, de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen en de vergadering van houders van prioriteitsaandelen de beperking van de overdracht van gewone aandelen bij onherroepelijk besluit heeft opgeheven. Aan zodanige opheffing kunnen door de directie onder gelijke goedkeuring voorwaarden worden gesteld.

(art.8 lid 5 - statuten d.d. 12 juni 1986)

270) Indien ik het goed heb begrepen is de achterliggende gedachte van de VvdE bij deze beleidswijziging geweest dat de VvdE wilde voorkomen dat er ter keuze van het bestuur twee soorten aandeelhouders van gewone aandelen zouden kunnen ontstaan: enerzijds aandeelhouders die slechts aandelen mogen bezitten tot X% van het geplaatste kapitaal en anderzijds aandeelhouders die op grond van de door het bestuur verleende ontheffing een groter of mogelijk zelfs een onbeperkt aantal aandelen mogen bezitten. Zie in dit verband ook Slagter, W.J., Degradatie van aandeelhouders of wijziging van hun rechten? Statutenwijziging van N.V. Gerofabriek, TVVS 1965, blz. 132.

Bij het statutenonderzoek zijn onder meer de volgende bijzondere ontheffingen aangetroffen:

(i) Frans Maas Beheer N.V.

Het bepaalde in de voorgaande leden (1%-regeling, RPV) is niet van toepassing:

...

- c. op een overdracht door een rechtspersoon - aandeelhouder aan een vennootschap waarmee de aandeelhouder in een groep is verbonden en ten aanzien waarvan de raad van bestuur onder goedkeuring van de raad van commissarissen de begrenzing van het aandelenbezit bij onherroepelijk besluit heeft opgeheven; aan zodanige opheffing kunnen voorwaarden worden verbonden. Een dergelijke ontheffing houdt ook een ontheffing van het vereiste van lid 1 van dit artikel (overdracht uitsluitend aan natuurlijke personen, RPV) in.
- d. op een overdracht door het onder a bedoelde administratiekantoor aan een certificaathouder die door het administratiekantoor in de gelegenheid wordt gesteld zijn certificaten gratis te royeren wegens wijzigingen in de voorwaarden waaronder het administratiekantoor de aandelen voor de certificaathouder administreert welke wijzigingen rechten of zekerheden van certificaathouders verminderen of lasten aan de certificaathouders opleggen; een zodanige overdracht behoeft de goedkeuring van de raad van bestuur die daartoe de goedkeuring van de raad van commissarissen dient te hebben verkregen. Aan een dergelijke goedkeuring wordt de voorwaarde verbonden dat de aandeelhouder zes maanden na de overdracht het aantal door hem gehouden aandelen heeft teruggebracht tot het aantal waarvan de overdracht alsdan volgens dit artikel mogelijk zou zijn.

Een goedkeuring tot overdracht aan een certificaathouder rechtspersoon houdt ook een ontheffing in van het vereiste van lid 1 van dit artikel (overdracht uitsluitend aan natuurlijke personen, RPV).

...

(art. 11 lid 4)

De hierboven onder letter d opgenomen ontheffing van de X%-regeling kan in verband gebracht worden met art. 17 van Bijlage II bij het Fondsenreglement, waarin bepaald wordt, dat wijzigingen in de administratievoorwaarden, waardoor rechten of zekerheden van certificaathouders worden verminderd of lasten aan certificaathouders worden opgelegd, eerst van kracht worden na verloop van drie maanden na de datum van wijziging van de akte. Gedurende deze termijn moeten certificaathouders in de gelegenheid worden gesteld hun certificaten gratis te royeren, aldus deze bijlage bij het Fondsenreglement.

(ii) N.V. Holdingmaatschappij De Telegraaf

Het bepaalde in lid 2 van dit artikel (1%-regeling, RPV) blijft buiten toepassing ten aanzien van overdracht van gewone aandelen welke op elf oktober negentienhonderd éénzeventig ten name stonden van de enige aandeelhoudster-naamloze vennootschap aan de natuurlijke personen, die op genoemde datum houders van aandelen op naam in laatstgenoemde vennootschap waren.

(art. 10 lid 6)

(iii) Koninklijke Borsumij Wehry N.V.

De Raad van Bestuur is na ingewonnen advies van de Raad van Advies bevoegd bij onherroepelijk besluit geheel of gedeeltelijk dispensatie van het bepaalde in lid 11 van dit artikel (1%-regeling, RPV) te verlenen ten aanzien van natuurlijke personen of rechtspersonen, met welke de vennootschap een bedrijfsovereenkomst van

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

samenwerking heeft gesloten. De Raad van Bestuur kan bij de verlening van de dispensatie voorwaarden en/of tijdsbepalingen stellen.

(art. 9 lid 12)

(iv) Polynorm N.V.

Het in de drie voorgaande leden van dit artikel ten aanzien van de in lid 1 sub a vermelde éénprocentsgrens bepaalde is ten aanzien van het betrokken aandelenbezit niet van toepassing op:

.....

c. de natuurlijke of rechtspersonen, voor wie door de algemene vergadering van aandeelhouders, uitsluitend op voordracht van de Directie, een hoger percentage aan aandelenbezit is toegestaan;

d. diegenen die aandelen verkrijgen door gebruik te maken van hun conversierecht als houders van de converteerbare obligaties negentienhonderd twee en zeventig (1972);

...

(art. 8 lid 4)

De hierboven onder letter c opgenomen ontheffing komt ook voor in enkele andere statuten, waaronder in statuten van twee in 1986 opgerichte vennootschappen. Kennelijk heeft de VvdE, anders dan ten aanzien van de in het begin van deze paragraaf genoemde ontheffing, tegen deze ontheffing - ondanks het feit dat deze niet is toegesneden op met name genoemde gevallen - geen bezwaar. Naar ik aanneem, omdat deze ontheffing - zij het op voordracht van het bestuur - verleend wordt door de algemene vergadering van aandeelhouders.

(v) Koninklijke Boskalis Westminster N.V.

In afwijking van het hiervoor bepaalde (wie aandeelhouder kan zijn en tot welk percentage - zie de aangehaalde tekst in par. V.2.4.3., RPV), kan de raad van bestuur, onder goedkeuring van de raad van commissarissen, aan bepaalde aandeelhouders onherroepelijk toestaan meer dan twee procent van het aandelenkapitaal te bezitten, voorzover het betreft aandelen, door die aandeelhouders verkregen tegen inbreng van aandelen in een andere vennootschap of van een andere onderneming of aandelen, door aandeelhouders verkregen ten titel van beëindiging van beheer van administratiekantoren, welke op zeven mei negentienhonderdeenzeventig bestonden. Lid 2 vindt alsdan overeenkomstige toepassing.

(art. 12 lid 3)

IV.2.4.6. Uitgifte en voorkeursrecht

Zoals in paragraaf IV.2.4.1. en IV.2.4.3. reeds is opgemerkt wordt in vrijwel alle X%-regelingen, welke bij het statutenonderzoek zijn aangetroffen, de verkrijging van aandelen door uitgifte van aandelen gelijkgesteld met overdracht van aandelen en daarmee op gelijke wijze beperkt als verkrijging door middel van overdracht.

In de meeste statuten met een X%-regeling wordt de verkrijging van gewone aandelen door middel van uitgifte door bestaande aandeelhouders toegelaten echter voorzover daardoor niet meer wordt verkregen dan X% van het (door uitgifte verhoogde) geplaatste kapitaal of, indien een aandeelhouder reeds meer dan X% van het geplaatste kapitaal bezit, niet meer dan

hetzelfde percentage dat hij reeds bezat maar dan van het door uitgifte verhoogde geplaatste kapitaal.

N.V. Verenigde Instrumentenfabrieken Enraf-Nonius

Verkrijging van gewone aandelen bij een uitgifte van gewone aandelen of bij een uitkering in gewone aandelen wordt voor de toepassing van het bepaalde in lid 2 (overdracht beperkt tot 1%, RPV) van dit artikel met overdracht gelijkgesteld; daarbij worden voor de vaststelling van de hoegrootheid van het geplaatste kapitaal de uit te geven of uit te keren gewone aandelen meegerekend. In afwijking van het hiervoor in dit lid bepaalde kan verkrijging van gewone aandelen door middel van een uitgifte van gewone aandelen of een uitkering in gewone aandelen geschieden door een aandeelhouder die houder is van één procent (1%) of meer van het in gewone aandelen geplaatste kapitaal, echter ten hoogste tot een zodanig percentage van het nominaal bedrag, waarmee het in gewone aandelen geplaatste kapitaal door de uitkering of uitgifte wordt verhoogd als gelijk is aan het percentage van het in gewone aandelen geplaatste kapitaal dat die aandeelhouder voor de uitgifte of de uitkering hield. (art. 8 lid 3)

In sommige statuten wordt op de beperking van de verkrijging door uitgifte een uitzondering gemaakt voorzover daardoor de uitoefening van het voorkeursrecht zou worden beperkt.

VENTURE FONDS NEDERLAND N.V.

Verkrijging van gewone aandelen door middel van een uitgifte - al dan niet in de vorm van stockdividenden en/of bonusaandelen - wordt voor de toepassing van het bepaalde in lid 2 (1%-regeling, RPV) met overdracht gelijkgesteld; daarbij worden voor de vaststelling van de grootte van het geplaatste kapitaal de uit te geven aandelen medegerekend.

Vorenbedoelde gelijkstelling geldt niet, indien ten aanzien van zodanige uitgifte een voorkeursrecht, als bedoeld in artikel 4, lid 6 (voorkeursrecht houders van gewone aandelen, RPV), wordt uitgeoefend.

(art. 8 lid 3)

IV.2.4.7. Vruchtgebruik en pandrecht

In de statuten wordt, zoals hiervoor reeds in paragraaf IV.2.4.3. is opgemerkt, dikwijls een verband gelegd tussen de beperking van de overdracht van aandelen zoals neergelegd in de X%-regeling, en de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik en pandrecht op aandelen. In de volgende twee paragrafen zal nader worden ingegaan op de vraag in hoeverre bij X%-regelingen statutair de regeling c.q. beperking van de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik en pandrecht op aandelen mogelijk is.

IV.2.4.7.a. Vruchtgebruik

De tweede en derde zin van art. 88 lid 3 luiden:

"Indien de vruchtgebruiker een persoon is aan wie de aandelen niet vrijelijk kunnen worden overgedragen, komt hem het stemrecht uitsluitend toe, indien dit bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald en zowel deze bepaling als - bij overdracht van het vruchtgebruik - de overgang van het stemrecht is goedgekeurd door het vennootschapsorgaan dat bij de statuten is aangewezen om goedkeuring te verlenen tot een voorgenomen overdracht van aandelen, dan wel - bij ontbreken van zodanige aanwijzing - door de algemene vergadering van aandeelhouders. Van het bepaalde in de vorige zin kan in de statuten worden afgeweken."

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Zoals in paragraaf IV.2.3.1. en IV.2.3.2. is gesteld, kunnen zowel de X%-regeling als de kwaliteitseis, waarbij in de statuten, bij overschrijding van de in de statuten gestelde eisen niet de verplichting tot vervreemding is opgenomen, worden beschouwd als blokkeringsregelingen. De opnemng van bedoelde X%-regeling en/of kwaliteitseis heeft naar mijn mening dan ook tot gevolg dat de aandelen niet vrijelijk kunnen worden overgedragen als bedoeld in de tweede zin van art. 88 lid 3.

Door het opnemen in de statuten van de hiervoor bedoelde X%-regeling en/of kwaliteitseis, wordt het dus ook mogelijk in de statuten te bepalen dat bij vestiging van vruchtgebruik de overdracht van het stemrecht wordt beperkt, bijvoorbeeld tot hetzelfde percentage als het bezit en/of de overdracht en uitgifte van aandelen is beperkt*271.

TIJNSTRA GUDDE N.V.

De aandeelhouder heeft het stemrecht op de aandelen, waarop een vruchtgebruik is gevestigd.

Echter komt het stemrecht toe aan de vruchtgebruiker, indien zulks bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald en de vruchtgebruiker een persoon is, aan wie in verband met het bepaalde in artikel 13 (1%-regeling, RPV) van deze statuten aandelen kunnen worden overgedragen.

Indien de vruchtgebruiker een persoon is, aan wie de aandelen op grond van het bepaalde in artikel 13 van deze statuten niet kunnen worden overgedragen, komt hem het stemrecht uitsluitend toe, indien dit bij de vestiging van het vruchtgebruik is bepaald en zowel deze bepaling als - bij overdracht van het vruchtgebruik - de overgang van het stemrecht is goedgekeurd door de raad van commissarissen.

....

(art. 12 lid 4)

Zelfs is het dan ingevolge de derde zin van art. 88 mogelijk statutair de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik geheel uit te sluiten*272.

Nationale-Nederlanden N.V.*273

....Aan degenen, die een vruchtgebruik of een pandrecht op een aandeel hebben, kan geen stemrecht worden toegekend.

(art. 23 lid 1)

271) Overdracht van het stemrecht waardoor en voorzover de in de statuten genoemde maximumgrens van het aandelenbezit wordt overschreden, is niet mogelijk.

272) Nolet, J.V., Vruchtgebruik en pandrecht op aandelen, WPNR 5352, blz. 366.

273) De statuten van Nationale-Nederlanden N.V. bevatten een goedkeuringsregeling voor de overdracht van gewone aandelen (art. 8 - goedkeuring van de raad van bestuur). Indien deze goedkeuringsregeling uitsluitend is opgenomen om het mogelijk te maken de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik geheel uit te sluiten, dan zou dit naar mijn mening niet nodig zijn geweest, omdat de in de statuten van Nationale-Nederlanden N.V. opgenomen X%-regeling reeds een blokkeringsregeling is, welke het mogelijk maakt de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik geheel uit te sluiten. De onderhavige goedkeuringsregeling kan uiteraard ook om andere redenen in de statuten zijn opgenomen, zoals b.v. controlemiddel voor de juiste nakoming van de X%-regeling.

Voorzover de X%-regeling of het stellen van een kwaliteitseis niet kan worden beschouwd als een blokkeringsregeling, omdat aan het overschrijden van de in de statuten gestelde eisen slechts een statutaire verplichting tot vervreemding is opgenomen, kan een goedkeurings- of aanbiedingsregeling voor de overdracht van de betreffende aandelen in de statuten worden opgenomen. Hiermede wordt dan voldaan aan het vereiste dat aandelen niet vrijelijk kunnen worden overgedragen als bedoeld in de tweede zin van art. 88 lid 3, en kan de overdracht van het stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik beperkt of uitgesloten worden, ook bij X%-regelingen die geen blokkeringsregeling zijn.

Bij de formulering in de statuten van de beperking of uitsluiting van de overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik moet men erop letten dat, zoals lid 1 van art. 88 bepaalt, de bevoegdheid tot het vestigen van vruchtgebruik zelf op een aandeel niet bij de statuten kan worden beperkt of uitgesloten. Naar mijn mening staat de volgende in de onderzochte statuten veelvuldig voorkomende bepaling dan ook op gespannen voet met het bepaalde in art. 88 lid 1.

Onder het houden van aandelen respectievelijk het verkrijgen van aandelen wordt voor de toepassing van de vorige zin mede begrepen het hebben van een recht van vruchtgebruik, respectievelijk het verkrijgen van een recht van vruchtgebruik op aandelen, voorzover daarbij het stemrecht aan de vruchtgebruiker toekomt.

Indien de statuten voorzien in verschillende soorten van aandelen, kan de statutaire beperking of uitsluiting van de overdracht van het stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik alleen gelden ten aanzien van die soort(en) van aandelen waarvoor een X%-regeling geldt of een kwaliteits-eis die als een blokkering kan worden beschouwd of een andere blokkeringsregeling ten gevolge waarvan die aandelen niet vrijelijk kunnen worden overdragen^{*274}.

IV.2.4.7.b. Pandrecht

Met betrekking tot verpanding van aandelen bevat de wet een soepeler regeling (art. 89). Indien een X%-regeling in de statuten wordt opgenomen, kan statutair:

1. verpanding van aandelen worden uitgesloten (art. 89 lid 1; alleen mogelijk bij aandelen op naam);
2. overdracht van stemrecht bij verpanding van aandelen worden beperkt bijvoorbeeld op gelijke wijze als ook het bezit en/of overdracht en uitgifte van de aandelen is beperkt ingevolge de X%-regeling (Vgl. het in de vorige paragraaf gestelde t.a.v. beperking van overdracht van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik^{*275});
3. overdracht van stemrecht bij verpanding worden uitgesloten (art. 89 lid 3, laatste zin).

274) Bijvoorbeeld naast een X%-regeling voor de gewone aandelen een goedkeuringsregeling voor de overdracht van prioriteits en/of preferente aandelen.

275) In sommige statuten wordt naast het verkrijgen van pandrecht op aandelen met verkrijging van aandelen gelijkgesteld het treden in de rechten van een pandhouder voorzover daarbij het stemrecht aan de pandhouder toekomt.

Het soepeler karakter van de wettelijke regeling van verpanding van aandelen ten opzichte van die van vestiging van vruchtgebruik, komt ook in het hiernavolgende tot uiting. Ingevolge het bepaalde in art. 89 lid 3, laatste zin, kan in de statuten onder andere worden afgeweken van het in de tweede zin van genoemd lid gesteld vereiste dat bij verpanding de beperking of uitsluiting van de overdracht van het stemrecht alleen mogelijk is indien de pandhouder een persoon is aan wie de aandelen niet vrijelijk kunnen worden overgedragen. Ingevolge het bepaalde in art. 88 lid 3, laatste zin, kan bij de regeling van het vruchtgebruik in de statuten hier niet van worden afgeweken. In de statutaire bepalingen omtrent verpanding van aandelen kan derhalve ingevolge de laatste zin van art. 89 lid 3 de overdracht van het stemrecht worden beperkt of uitgesloten, ook als de aandelen vrijelijk kunnen worden overgedragen, omdat voor de overdracht van die aandelen geen blokkeringsregeling (X%-regeling, kwaliteitseis of goedkeurings- of aanbiedingsregeling) geldt. Indien de X%-regeling of een eventuele kwaliteitseis niet als een blokkeringsregeling kan worden beschouwd, kan derhalve toch de overdracht van het stemrecht bij verpanding van de onder de X%-regeling vallende aandelen worden beperkt of uitgesloten, hetgeen dan niet bepaald kan worden bij de vestiging van vruchtgebruik. In verband hiermede behoeft dan ook niet bij verpanding, indien de statuten voorzien in verschillende soorten van aandelen, de beperking of uitsluiting van de overdracht van het stemrecht te worden beperkt tot die soort(en) van aandelen waarvan het bezit en/of de overdracht en uitgifte geblokkeerd is ingevolge de X%-regeling, die als een blokkeringsregeling kan worden beschouwd, of die niet vrijelijk kunnen worden overgedragen ingevolge een andere blokkeringsregeling. Voor de regeling bij vruchtgebruik zie de laatste alinea van paragraaf IV.2.4.7.a.

Indien de statuten ook voorzien in de mogelijkheid van uitgifte van preferente beschermingsaandelen moet voorzichtigheid betracht worden met betrekking tot het statutair uitsluiten van verpanding van alle soorten van aandelen, dus inclusief de preferente aandelen. Daargelaten of verpanding aanbeveling verdient, bestaat de mogelijkheid dat zich omstandigheden kunnen voordoen waarbij de houder(ster) van de preferente aandelen er niet aan kan ontkomen pandrecht op deze aandelen te vestigen (b.v. in het kader van een financiering - of continuering van de financiering - van het op de preferente aandelen gestorte of te storten bedrag).

IV.2.4.8. Middellijke verkrijging, middellijk bezit en onderlinge regeling tot samenwerking

IV.2.4.8.a. Middellijke verkrijging en middellijk bezit

Voor al indien de X%-regeling toestaat dat een rechtspersoon, welke dan ook, aandeelhouder kan zijn en worden (de in par. IV.2.4.2.1. genoemde variant 3), bestaat het gevaar dat getracht zal worden de X%-regeling te ontgaan met behulp van rechtspersonen. Dit gevaar bestaat in mindere mate indien ingevolge het bepaalde in de X%-regeling, naast beperking van de overdracht van gewone aandelen tot X% van het geplaatste kapitaal, overdracht van gewone aandelen uitsluitend kan geschieden aan natuurlijke personen of het houderschap beperkt is tot natuurlijke personen en de in

de statuten limitatief opgesomde rechtspersonen (de in par. IV.2.4.2.1. genoemde varianten 1 en 2). Immers, behalve rechtspersonen die reeds aandeelhouder waren, kunnen de door natuurlijke personen rechtstreeks of middellijk gehouden rechtspersonen geen aandeelhouder meer worden. Ten aanzien van de vrijgestelde rechtspersonen lijkt het onwaarschijnlijk dat genoemd gevaar zich zal voordoen.

Teneinde de mogelijkheid tot het ontgaan van de X%-regeling met behulp van rechtspersonen te beperken komt in sommige X%-regelingen een bepaling voor welke de middellijke verkrijging regelt. Deze bepaling bewerkstelligt o.a. dat de moedermaatschappij tezamen met haar dochtermaatschappijen door overdracht of uitgifte van aandelen niet meer dan X% van het geplaatste kapitaal kan bezitten. Hierdoor wordt getracht te voorkomen, dat een X%-regeling wordt ontdoken door een voldoende aantal tot een concern behorende vennootschappen of een aantal door één natuurlijk persoon gehouden vennootschappen ieder afzonderlijk X% van de aandelen te laten bezitten en daardoor tezamen een bedreigend percentage in de vorm van aandelen. Een dergelijke clause die ook wel 'concernclause' wordt genoemd, acht ik geoorloofd*276.

Center Parcs N.V.

Indien een natuurlijke persoon of een rechtspersoon - anders dan als houder van certificaten van aandelen - middellijk aandelen in het kapitaal van de vennootschap verkrijgt door:

- a. het rechtstreeks of middellijk verkrijgen van meer dan de helft van de aandelen in het kapitaal van een vennootschap, die aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt; of
- b. de verkrijging van aandelen door een vennootschap, waarvan de hiervoor bedoelde natuurlijke persoon of rechtspersoon rechtstreeks of middellijk meer dan de helft van de aandelen houdt;

en het nominale bedrag aan aandelen in de vennootschap, dat die natuurlijke persoon of rechtspersoon na een verkrijging als sub a of b bedoeld, rechtstreeks en/of middellijk houdt, de in artikel 13 lid 1 sub A bedoelde grens (1%, RPV) overschrijdt, is de hiervoor sub a respectievelijk sub b bedoelde vennootschap verplicht een zodanig aantal van de door haar gehouden aandelen te vervreemden, dat het rechtstreekse en/of middellijke bezit aan aandelen van de in de aanhef van dit lid bedoelde natuurlijke persoon of rechtspersoon wordt teruggebracht tot meerbedoelde grens van één procent.

(art. 15 lid 1)

Een X%-regeling kan niet deelneming in andere rechtspersonen, waardoor middellijk het maximaal toegestane percentage aan bezit in de vorm van aandelen wordt overschreden, blokkeren. Deze mogelijkheid om de X%-regeling te ontgaan, kan afgesneden worden door in de statuten een vervreemdingsplicht (overdracht aan derden of verwisseling in certificaten) op te nemen voor de door deelneming middellijk verkregen aandelen die het maximaal toegestane percentage overschrijden, zoals gedaan is in de hierboven aangehaalde statutaire bepaling van Center Parcs N.V. Een andere figuur dan de hiervoor genoemde middellijke verkrijging door deelneming is het door een reeds bestaande deelneming verkrijgen van aan-

276) Zie paragraaf IV.1.8.4.4.

delen in een vennootschap waarvoor een X%-regeling geldt. Een dergelijke verkrijging kan wel onder de werking van een X%-regeling als blokke-ringsregeling (zakelijke werking) worden gebracht, met als gevolg dat overdracht van aandelen in de betreffende vennootschap aan de bestaande deelneming voorzover deze daardoor tezamen met de houder(ster) van de deelneming meer dan het maximaal toegestane percentage aan aandelen zou verkrijgen, geen effect heeft; de deelneming wordt met betrekking tot die aandelen geen aandeelhoudster. In dit verband is van groot belang de omschrijving van de deelneming in een X%-regeling. Zo wordt in sommige statuten een rechtstreeks of middellijk bezit van meer dan de helft, de helft, één/vierde en ook wel één/derde gedeelte van het geplaatste kapitaal van een andere vennootschap als deelneming beschouwd. Soms wordt daarnaast bepaald dat invloed op de winstbestemming een maatstaf is.

GELDERSE PAPIERGROEP N.V.

.... voor de bepaling van gemelde grens van één procent worden meegeteld de aandelen in de vennootschap gehouden door vennootschappen in wier kapitaal de betreffende aandeelhouder rechtstreeks of middellijk voor drie en dertig procent of meer deelneemt, dan wel te wier aanzien de betreffende aandeelhouder bij machte is de winstbestemming te bepalen.

(art. 7 lid 1 letter a).

Voor de vennootschap kan het bewijs van middellijk bezit moeilijk zijn. Daarom wordt ook wel in de statuten de bepaling opgenomen dat de overdracht wordt geacht rechtsgeldig te zijn, indien de verkrijger aan de vennootschap een verklaring overlegt dat de overdracht naar zijn beste weten mogelijk is, behoudens tegenbewijs door de vennootschap. Een dergelijke bepaling, waarbij deze verplichting echter alleen aan de aandeelhoudster-rechtspersoon wordt opgelegd, komt voor in de statuten van:

Wolters Kluwer N.V.

Indien de verkrijger een onderneming is, waaronder in dit lid te verstaan een onderneming-rechtspersoon, wordt voor de toepassing van het bepaalde in lid 1 (2%-regeling, RPV) de onderneming, waarin zij deelneemt, met haar vereenzelvigd. Bovendien worden met haar vereenzelvigd de onderneming, die in haar kapitaal deelneemt, alsmede alle andere ondernemingen, waarin laatstgenoemde deelneemt. Voor de toepassing van het vorenstaande wordt als deelneming beschouwd het rechtstreeks of middellijk houden van aandelen of certificaten van aandeel van een onderneming tot ten minste één/vierde gedeelte van haar geplaatste kapitaal. Een overdracht aan een verkrijger-onderneming wordt, voor wat betreft het bepaalde in dit artikel, geacht rechtsgeldig te zijn, indien zij aan de vennootschap een schriftelijke verklaring overlegt, dat de betreffende overdracht naar haar beste weten mogelijk is, behoudens tegenbewijs door de vennootschap.

(art. 16 lid 2)

Zo ook:

Alanheri N.V.

.....

Wie inschrijving als aandeelhouder of bijschrijving van aandelen te zijnen name verzoekt of aandelen aan zich geleverd of toebedeeld krijgt zonder jegens de vennootschap de schriftelijke verklaring af te leggen dat geen ander, die direct of indirect aandelen in de vennootschap houdt, voorzover de verzoeker of verkrijger bekend, in overwegende mate bij machte is te bepalen dat zijn winst dan wel de opbrengst van zijn aandelen die ander ten goede komt, wordt voor de toepassing van dit lid gelijk gesteld met een aandeelhouder die reeds één procent van het

geplaatste kapitaal op zijn naam heeft. Indien bij het doen van een verzoek, als bedoeld in de vorige zin, de verzoeker schriftelijk verklaart, dat een ander, die direct of indirect aandelen in de vennootschap houdt, te zijnen opzichte de aldaar omschreven positie inneemt, wordt, totdat ten genoegen van de raad van commissarissen is aangetoond dat aan de afhankelijkheidsverhouding een einde is gekomen, zowel ten aanzien van de verzoeker als van die ander, hun aandelenbezit als toebehorend aan een en dezelfde aandeelhouder aangemerkt.
(art. 10 lid 1)

Een bepaling met dezelfde strekking, doch korter qua tekst, staat in de statuten van:

TWIJNSTRA GUDDE N.V.

Een natuurlijke of rechtspersoon mag niet meer dan één procent (1%) van het geplaatste kapitaal op zijn naam hebben, casu quo gesteld krijgen, hetzij alleen hetzij tezamen met anderen, zulks onverminderd het bepaalde in lid 4 (eigendomsovergang anders dan door overdracht m.u.v. boedelmenging tengevolge van huwelijk, RPV); wie inschrijving als aandeelhouder of bijschrijving van aandelen te zijnen name verzoekt of aandelen aan zich geleverd of toebedeeld krijgt zonder jegens de vennootschap de schriftelijke verklaring af te leggen dat geen andere aandeelhouder, voor zover de verzoeker of verkrijger bekend, in overwegende mate bij machte is te bepalen dat zijn winst dan wel de opbrengst van zijn aandelen die andere aandeelhouders ten goede komt, wordt voor de toepassing van dit lid gelijk gesteld met een aandeelhouder die reeds één procent (1%) van het geplaatste kapitaal op zijn naam heeft.
(art. 13 lid 1)

IV.2.4.8.b. Onderlinge regeling tot samenwerking

Een inbreuk op doel en strekking van de X%-regeling is ook mogelijk door natuurlijke personen, en uiteraard ook rechtspersonen of een combinatie van natuurlijke en rechtspersonen, die elkaar vinden in een onderlinge regeling tot samenwerking^{*277}.

Hetgeen in de vorige paragraaf is opgemerkt met betrekking tot de middel-lijke verkrijging is ook van toepassing op de onderlinge regeling tot samenwerking. Een X%-regeling kan ook het aangaan van een onderlinge regeling tot samenwerking, waardoor door partijen gezamenlijk het maximaal toegestane percentage aan bezit aan aandelen wordt overschreden, niet blokkeren. Mogelijk kan het opnemen van een vervreemdingsplicht ook hier een oplossing bieden, doch het bewijs van de aanwezigheid van een onder-linge regeling tot samenwerking maakt het afdwingen van nakoming van die regeling bepaald niet eenvoudig. Anders dan bij een deelneming is het niet goed mogelijk een objectief criterium vast te stellen wanneer er sprake is van een onderlinge regeling tot samenwerking. Bij het statu-tenonderzoek zijn geen bepalingen aangetroffen waarbij bij het aangaan van een onderlinge regeling tot samenwerking een vervreemdingsplicht wordt opgelegd voorzover daardoor door partijen gezamenlijk meer wordt gehouden dan het maximaal toegestane percentage aan aandelen.

277) Vgl. voor het in de wet voorkomen van het begrip 'onderlinge regeling tot samenwerking': art. 153 lid 3 letter d en art. 155 lid 1 letter b.

Wel zijn bij het statutenonderzoek regelingen aangetroffen waarbij onder verkrijger mede wordt begrepen de persoon of personen met wie de verkrijger krachtens een onderlinge regeling tot samenwerking aandelen houdt.

ACF HOLDING N V

Onder verkrijger wordt mede begrepen de persoon of de personen met wie de verkrijger krachtens een onderlinge regeling tot samenwerking aandelen houdt (art 12 lid 2)

De X%-regelingen waarin deze of soortgelijke bepalingen voorkomen, zijn soms zo geformuleerd dat zij naar mijn mening een blokkeringsregeling zijn en zakelijke werking hebben. Het hiervoor genoemde bewijsprobleem doet zich echter ook hier voor. Terwille van de rechtszekerheid omtrent de geldigheid van overdrachten verdient het naar mijn mening aanbeveling in dergelijke gevallen geen zakelijke werking na te streven, doch een vervreemdingsplicht op te nemen^{*278}.

IV.2.4.9. Verkrijging onder algemene titel en vervreemdingsplicht

Behalve door overdracht of uitgifte kunnen aandelen ook op andere wijzen verkregen worden onder andere onder algemene titel. Ook aldus is het mogelijk dat meer aandelen worden verkregen dan krachtens de X%-regeling is toegestaan. Zo zou het bijvoorbeeld mogelijk zijn dat een rechtspersoon met een andere vennootschap een juridische fusie aangaat en aldus onder algemene titel meer aandelen dan het toegestane percentage verkrijgt. Ook zou een aandeelhouder door bijvoorbeeld verkrijging krachtens erfrecht aandelen voor meer dan het toegestane percentage onder algemene titel in zijn bezit kunnen krijgen. De statuten kunnen een verkrijging van rechtswege niet onmogelijk maken^{*279}. Wel kan in de statuten een verplichting worden opgenomen om het aantal aldus teveel verkregen aandelen te vervreemden (overdracht aan derden of verwisseling in certificaten)^{*280}. Voor verkrijging onder algemene titel, niet zijnde overdrachten, zijn in de onderzochte statuten in het kader van de X%-regelingen onder meer de volgende regelingen aangetroffen.

Ten eerste kan een verplichting tot vervreemding gelden voor het teveel aan aandelen dat een rechtspersoon ten gevolge van alleen eigendoms-overgang onder algemene titel door juridische fusie verkrijgt.

Een verdergaande regeling is die welke bepaalt dat de rechtspersoon die tengevolge van eigendomsovergang gewone aandelen verkrijgt, verplicht is zijn aandelen te vervreemden. In sommige statuten mag hij deze aandelen alleen maar verwisselen in certificaten van aandelen. Deze regeling komt voor in de in paragraaf IV.2.4.2. genoemde variant 1.

Soms wordt geregeld dat onder eigendomsovergang onder algemene titel niet moet worden begrepen boedelmenging tengevolge van huwelijk.

278) Zie hierover paragraaf IV 2 4 3

279) Handboek, No 181 en 181 5

280) Vgl paragraaf IV 2 4 3

Ook komen in verband met de eigendomsovergang onder algemene titel de navolgende statutaire bepalingen voor.

In sommige statuten wordt bij het aandelenbezit van X% van het geplaatste kapitaal rekening gehouden met de deelgerechtigdheid in onverdeeldheden, in enkele statuten echter met dien verstande dat ten aanzien van in enigerlei gemeenschap van goederen gehuwde echtgenoten geldt dat voor het ontstaan der huwelijksgemeenschap ontstane rechten worden geëerbiedigd. Voorts wordt in sommige statuten een vervreemdingsplicht geregeld voor het teveel aan aandelen die één of meer gerechtigden verkrijgen tengevolge van een scheiding welke plaatsvindt binnen een in de statuten bepaalde termijn na het ontstaan van een onverdeeldheid welke is ontstaan ten gevolge van een eigendomsovergang onder algemene titel. Tevens wordt in zulk een regeling een vervreemdingsplicht opgelegd voor alle in de onverdeeldheid begrepen aandelen indien geen scheiding binnen die bepaalde termijn na het ontstaan van de onverdeeldheid heeft plaatsgevonden. Deze regeling wordt van overeenkomstige toepassing verklaard in geval scheiding van een onverdeeldheid plaatsvindt zonder dat een eigendomsovergang daartoe aanleiding heeft gegeven.

IV.2.4.10. Volmacht

Om te voorkomen dat door 'proxy solicitation' doel en strekking van de X%-regeling wordt ontgaan, wordt in de statuten de bevoegdheid om als gemachtigde van een stemgerechtigde in een algemene vergadering van aandeelhouders stem uit te brengen dikwijls beperkt^{*281}.

In sommige statuten geschiedt de volmachtbeperking op gelijke wijze als de overdrachtbeperking ingevolge de X%-regeling.

N.V. AMEV

Een gemachtigde van een of meer personen aan wie het stemrecht op gewone aandelen toekomt, kan, tezamen met de stemmen tot het uitbrengen waartoe hij uit andere hoofde dan als gemachtigde gerechtigd is, nooit meer stemmen uitbrengen dan het aantal stemmen dat op één procent van het in de vorm van gewone aandelen geplaatste kapitaal, als bedoeld in artikel 12, lid 2, laatste zin (door de vennootschap verkregen gewone aandelen worden als geplaatste beschouwd, ongeacht of zij al dan niet zijn ingetrokken, RPV), maximaal kan worden uitgebracht. (art. 30 lid 2)

In andere statuten wordt in samenhang met de X%-regeling bepaald, dat een gevolmachtigde niet meer dan één of een beperkt aantal stemgerechtigden ter vergadering van aandeelhouders kan vertegenwoordigen.

Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.

....

Een persoon kan slechts als gevolmachtigde van één stemgerechtigde houder van aandelen B of vruchtgebruiker van aandelen B aan wie het stemrecht toekomt, optreden; groepsmaatschappijen waaronder in deze statuten wordt verstaan een rechtspersoon of vennootschap die met een vennootschap in een groep is verbonden, gelden voor deze bepaling als één aandeelhouder.

....

(art. 29 lid 2)

281) Zie hierover ook paragraaf III.3.4. en IV.1.8.4.3.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

Wolters Kluwer N.V.

De vergaderingsrechten volgens lid 1 (van stemgerechtigde aandeelhouders en vruchtgebruikers, RPV) van dit artikel kunnen worden uitgeoefend bij een schriftelijk gevolmachtigde, mits naast de voorgeschreven kennisgeving de volmacht uiterlijk op de dag, waarop de kennisgeving moet zijn ontvangen, door de vennootschap is ontvangen, met dien verstande, dat een stemgerechtigde, als bedoeld bij lid 1 van dit artikel, niet meer dan één volmacht kan uitoefenen.
(art. 40 lid 2)

TIJNSTRA GUDDE N.V.

....
Een gemachtigde kan slechts voor vijf volmachtgevers optreden.
(art. 26 lid 7)

Uiteraard blijft het gevaar van ontduiking van de X%-regeling, evenals bij de stemrechtbeperking, door middel van strolieden bestaan*282.

IV.2.4.11. Invoering X%-regeling en overgangsbepalingen

Een X%-regeling kan bij de oprichting van een vennootschap worden ingevoerd, maar ook via een statutenwijziging. Bij bestaande beursvennootschappen zal invoering plaatsvinden via een statutenwijziging*283.

Aan de invoering van een X%-regeling in de statuten van een bestaande beursvennootschap is een aantal consequenties verbonden. De houders van de aandelen aan toonder die bestaan op het moment van de statutenwijziging waarbij een X%-regeling wordt ingevoerd, dienen hun aandeelbewijzen aan toonder aan de vennootschap af te geven, hetzij ter inschrijving van hun naam in het aandeelhoudersregister (aandelen op naam), hetzij ter verwisseling in certificaten aan toonder, die vervolgens ter beurze worden genoteerd. In het laatste geval wordt het administratiekantoor houder van de aandelen op naam waartegenover certificaten aan toonder worden uitgegeven en wordt het administratiekantoor, en niet de oorspronkelijke houder van de aandelen aan toonder, die zijn aandelen heeft verwisseld in certificaten, in het aandeelhoudersregister ingeschreven. De bestaande aandeelhouders kunnen niet meer aandelen verkrijgen dan zij op het moment van statutenwijziging hadden, tenzij zij nog niet de X% van het geplaatste kapitaal in hun bezit hadden en - bij de in paragraaf IV.2.4.2.1. als eerste genoemde variant - zij geen rechtspersoon zijn.

In verband met het bovenstaande is de vraag gerezen of de invoering van

282) Zie paragraaf IV.1.8.2, IV.1.8.4.3. en IV.1.8.4.4.. Zoals b.v. Jessel/KNSM. In het zicht van een voor Jessel Europa N.V. (Jessel) belangrijke aandeelhoudersvergadering van KNSM Group N.V., waarin een statutenwijziging werd voorgesteld, waarbij een 1% zou worden ingevoerd, richtte Jessel 100 stichtingen op; zie bijlage 2, nr. 22.

283) Zie voor de eisen van de VvdE bij cumulatie met preferente beschermingsaandelen paragraaf IX.4.

een X%-regeling als een extra verplichting beschouwd kan worden als bedoeld in art. 81. Art. 81 luidt:

"Aan een aandeelhouder kan niet, zelfs niet door wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting boven de storting tot het nominale bedrag van het aandeel worden opgelegd."

Door de meeste schrijvers wordt de invoering van een X%-regeling in de statuten niet gezien als een extra verplichting als bedoeld in art. 81, zodat niet de instemming van iedere betrokken aandeelhouder is vereist^{*284}. Dit betekent echter niet dat een statutenwijziging inhoudende invoering van een X%-regeling, nimmer onaantastbaar is. Zij kan in strijd zijn met de goede trouw^{*285}. Dat zal volgens Slagter met name het geval zijn, indien de aandeelhouders verplicht zouden worden de aandelen die zij voor meer dan een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal bezitten, te verwisselen in certificaten van aandelen, zonder dat een vitaal belang van de vennootschap op het spel staat, dat een dergelijke statutenwijziging rechtvaardigt, bijvoorbeeld voorkoming van 'Überfremdung' van de n.v.^{*286}. Niet in strijd met de goede trouw en met oud art. 38b WvK (thans art. 81) is volgens Slagter de vrijwillige verwisseling in certificaten van aandelen. Dat is volgens hem het geval bij het aantrekkelijk maken van de certificaten door de gemakkelijker verwisselbaarheid. Dat gebeurde bij de door hem behandelde statutenwijziging van de Arnhemse Scheepsbouw Maatschappij N.V., waarbij de aandelen aan toonder voortaan op naam gingen luiden en de bestaande aandeelhouders konden kiezen tussen verwisseling in aandelen op naam of certificaten aan toonder.

De in de onderzochte statuten aangetroffen X%-regelingen laten alle de mogelijkheid open, dat de op het moment van invoering (statutenwijziging) bestaande aandeelhouders aandeelhouder kunnen blijven; aan hen wordt niet de verplichting opgelegd te certificeren. In de hiervoor in paragraaf IV.2.4.2.1. genoemde X%-regelingen, waarbij alleen de overdracht van aan-

284) Handboek, No. 172; Westbroek, W., De nieuwste druk van het Handboek, NV 55, blz. 149; Dortmund, blz. 79, idem, Departementale Richtlijnen 1986, NV 64, blz. 77; idem, Rechtspersonen, artikel 192, aant. 2; Slagter, blz. 211, schrijft, dat door het departement invoering van een blokkeringsregeling wordt aanvaard en niet in strijd wordt geacht met artikel 81, hoewel zulks naar de letter van de tekst van het artikel wel het geval is (zie ook blz. 206 van zijn Compendium).

285) Zie de in de vorige noot aangehaalde schrijvers, alsmede Plompen, P.M.A.L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 81, aant. 2.

286) Slagter, W.J., Degradatie van aandeelhouders of wijziging van hun rechten? Statutenwijziging van N.V. Gerofabriek, TVVS 1965, blz. 130/131. De bestaande aandeelhouders van N.V. Gerofabriek werd de verplichting opgelegd, dat wat zij meer dan 5% aan aandelen hielden, te verwisselen in certificaten van aandelen. Volgens Slagter is er dan behalve strijd met de goede trouw ook strijd met oud art. 38b WvK (thans art. 81). Deze laatste nuancering ontbreekt bij de andere hiervoor genoemde schrijvers; wellicht omdat zij ervan uitgaan dat bij invoering van een X%-regeling genoemde verplichting niet wordt opgelegd aan bestaande aandeelhouders, maar aan hen de keus wordt gelaten tussen verwisseling in aandelen op naam of certificaten aan toonder.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

delen wordt beperkt, blijven de bestaande aandeelhouders geheel buiten schot; zij kunnen aandeelhouder blijven^{*287}. In de X%-regelingen, waarbij (naast de beperking van de overdracht tevens) het houden van aandelen wordt beperkt tot bijvoorbeeld natuurlijke personen en/of bepaalde in de statuten genoemde rechtspersonen, wordt een uitzondering gemaakt voor aandeelhouders die op het moment van statutenwijziging reeds aandeelhouder waren^{*288}. Gelet op de uitzondering behoeft dus niet, zoals Dortmund suggereert^{*289}, gekozen te worden voor X%-regelingen, waarin alleen de overdracht wordt beperkt. Mogelijk blijven de X%-regelingen die alleen of naast de begrenzing van de overdracht, het houden van aandelen beperken, mits bedoelde uitzondering is opgenomen. Dit zijn de hiervoor in paragraaf IV.2.4.2.1. genoemde varianten 2 en 3b, alsmede een X%-regeling zoals voorkomt in de statuten van Koninklijke Boskalis Westminster N.V. (zie paragraaf IV.2.4.2.2. nr. 3 (ii)). Een voorbeeld van de hiervoor bedoelde uitzondering is te vinden in de statuten van:

Polynorm N.V.

Het in de drie voorgaande leden van dit artikel (1%-regeling, RPV) ten aanzien van de in lid 1 sub a vermelde éénprocentsgrens bepaalde is ten aanzien van het betrokken aandelenbezit niet van toepassing op:

- a. de aandeelhouders, die reeds per twintig september negentienhonderd vier en tachtig meer dan één procent van de geplaatste gewone aandelen in eigendom hadden, met dien verstande, dat het percentage, dat zij reeds bezaten, zodra er met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen of aandelen in de vennootschap aan enige beurs officieel zijn genoteerd niet verhoogd mag worden;
indien aandeelhouders bij uitgifte van gewone aandelen, nieuwe aandelen kunnen verkrijgen, zullen de aandeelhouders bedoeld in de vorige zin, gerechtigd zijn hun percentage te handhaven op het percentage voor bedoelde uitgifte, alsdan te berekenen over het aldus vergrote geplaatste kapitaal. Zij mogen het op deze wijze verkregen aantal aandelen op naam blijven behouden, in de gevallen dat door inkoop en intrekking van eigen aandelen der vennootschap het geplaatste kapitaal later weer vermindert. Als een aandeelhouder, bedoeld in lid 4 sub a overgaat tot vervreemding van aandelen, wordt zijn percentage verminderd tot het percentage dat na de vervreemding overblijft en kan laatstbedoeld percentage, voor zover het de toegelaten grens van één procent overschrijdt, later niet meer worden verhoogd;

.....

(art. 8 lid 4)

Het wordt de bestaande aandeelhouders aantrekkelijk gemaakt om hun aandelen aan toonder te verwisselen in certificaten aan toonder. Want doen zij dit niet en kiezen zij voor aandelen op naam, dan heeft dit tot gevolg dat:

287) Dit betreft de varianten 1 en 3a.

288) Dit betreft de varianten 2 en 3b.

289) Dortmund, P.J., in zijn syllabus 'beschermingsconstructies' van de op 27 november 1987 gehouden Euroforum studiedag 'Onvriendelijke overnemingen en beschermingsconstructies'. Zie ook Dortmund, blz. 79.

- a. zij hun anonimiteit verliezen;
- b. de overdracht van hun aandelen wordt beperkt (zij kunnen aan één aandeelhouder niet meer leveren voorzover hij meer verkrijgt dan X% van het geplaatste aandelenkapitaal); en
- c. voor hun aandelen beursnotering komt te vervallen*290.

Volgens Van der Grinten*291 is de opnaamstelling het belangrijkste middel om aandeelhouders er toe te brengen hun aandelen aan toonder te verwisselen in certificaten. De bestaande aandeelhouders wordt echter niet de mogelijkheid ontnomen hun aandelen aan toonder te verwisselen in aandelen op naam. Derhalve is mijns inziens invoering van een X%-regeling, waarbij bestaande aandeelhouders genoemde keuze wordt gelaten, niet in strijd met de goede trouw en art. 81. Evenmin kan gesteld worden dat de mogelijkheid dat voor de invoering van een X%-regeling aandelen konden worden verkregen boven X%, beschouwd moet worden als een verkregen recht van aandeelhouders, op grond waarvan een minderheid van de aandeelhouders een door de meerderheid - overeenkomstig de statutaire bepalingen voor een statutenwijziging - genomen besluit tot invoering van een X%-regeling zou kunnen aantasten.

De verwisseling kan worden geregeld in een overgangsbepaling.

Koninklijke Wessanen N.V.

Bewijzen van gewone aandelen aan toonder die zijn uitgegeven voor de statutenwijziging de dato zestien mei negentienhonderd vijfenzeventig dienen, tezamen met de bijbehorende talons en dividendbewijzen, door de aandeelhouders bij een of meer door de vennootschap aangewezen bankinstellingen te worden ingeleverd, ter inschrijving in het register van gewone aandelen, of desgewenst ter omwisseling in aan toonder luidende certificaten van gewone aandelen afgegeven door het administratiekantoor.

Zolang niet aan de verplichting tot inlevering is voldaan, kunnen de aan de betreffende aandelen verbonden rechten niet worden uitgeoefend en tellen ze niet mede bij de berekening van een quorum.

Na zestien juni negentienhonderd vijfenzeventig is inschrijving in het register van gewone aandelen slechts mogelijk:

- a. als de aandeelhouder een rechtspersoon is:
indien hij aantoonst, dat hij reeds op de dag van het totstandkomen van de statutenwijziging de dato zestien mei negentienhonderd vijfenzeventig houder was van de betreffende aandelen;
- b. als de aandeelhouder een natuurlijk persoon is en er wordt door hem inschrijving verzocht van een nominaal bedrag aan gewone aandelen van meer dan één procent van het geplaatste kapitaal der vennootschap:
indien de aandeelhouder aantoonst, dat hij sedert de dag van het totstandkomen van de statutenwijziging de dato zestien mei negentienhonderd vijfenzeventig onafgebroken eigenaar is geweest van de betreffende aandelen.

(art. 61)

De in deze bepaling voorkomende sanctie dat de houder van aandeelbewijzen

290) Beschermingsconstructies bij de open N.V., NV 40, blz. 76, waar wordt gesteld dat in het geval waarin toondercertificaten worden uitgegeven voor aandelen op naam, door de afkeer van het Nederlandse publiek van aandelen op naam, certificering in de hand wordt gewerkt.

291) Handboek, No. 197.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

aan toonder zijn rechten niet kan uitoefenen voordat hij deze bewijzen heeft ingeleverd, wordt door het departement toegelaten^{*292}. Ook hier rust de ontzegging van het vergader- en stemrecht slechts op de richtlijnen en niet op de wet. Bedoelde sanctie vindt mijns inziens haar rechtvaardiging in de analoge toepassing van de wettelijke regeling van art. 183 lid 3 met betrekking tot de omzetting van de naamloze vennootschap in een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid^{*293}. Art. 183 lid 3 luidt:

Na de omzetting kunnen een aandeelhouder, een vruchtgebruiker en een pandhouder de aan een aandeel verbonden rechten niet uitoefenen, zolang zij niet in het in art. 194 van dit Boek bedoelde register zijn ingeschreven. Voorzover aandeelbewijzen zijn uitgegeven, vindt geen inschrijving plaats dan tegen afgifte van de aandeelbewijzen aan de vennootschap.

Na statutenwijziging kunnen de toonderaandelen door overdracht van het toonderpapier niet meer worden overgedragen. De verkrijger is echter tegenover de vennootschap gelegitimeerd als aandeelhouder door afgifte van zijn toonderstuk. De vervreemder kan noch tegenover de vennootschap, noch tegenover de verkrijger een beroep doen op de ongeldigheid van de overdracht^{*294}.

IV.2.4.12. Met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen

Een X%-regeling brengt met zich mede, dat tegenover de in het bezit van het administratiekantoor zijnde aandelen certificaten aan toonder worden uitgegeven, die ter beurse worden genoteerd. Deze zijn beperkt verwisselbaar in aandelen op naam, namelijk tot X% van het geplaatste kapitaal.

De in verband met een X%-regeling uitgegeven certificaten van aandelen kunnen geacht worden met medewerking van de vennootschap te zijn uitgegeven, onder andere omdat het initiatief tot certificering van de vennootschap is uitgegaan, het administratiekantoor bij onherroepelijk besluit van de directie van de beperking van het aandelenbezit tot X% is ontheven en de vennootschap de aan de certificering verbonden kosten voor

292) Richtlijnen 1986, Paragraaf 27.

293) Zo ook Westbroek, W., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 27, aant. 3: "Naar de letter genomen zien wij hier strijd met art. 118, bepalende, dat iedere aandeelhouder ten minste één stem heeft. Men kan echter redeneren, dat een aandeelhouder, die weigert zich in een geldig genomen besluit te schikken, dan wel zo weinig verband met de vennootschap heeft, dat hij de verandering niet opmerkt, zichzelf in de onmogelijkheid heeft gesteld zijn recht uit te oefenen, dat hij trouwens te allen tijde kan terugkrijgen. Steun voor het standpunt van het departement kan worden ontleend aan art. 183, lid 3, dat voor de omzetting in een BV een analoge regeling geeft". Zie ook paragraaf IV.2.4.3.

294) Handboek, No. 179.

haar rekening neemt*295.

De vraag is gerezen of voor medewerking door de vennootschap aan certificering een besluit vereist is van de algemene vergadering van aandeelhouders*296. Daargelaten of voor medewerking door de vennootschap aan certificering een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders is vereist, de bevoegdheid daartoe van het bestuur kan naar mijn mening worden afgeleid uit de statutaire bepaling dat het bestuur aan een administratiekantoor ontheffing kan verlenen van de X%-regeling, al dan niet in combinatie met de bepaling dat de door dit administratiekantoor tegenover de aandelen uitgegeven certificaten voor de toepassing van de statuten gelden als uitgegeven met medewerking van de vennootschap. In sommige statuten wordt met zoveel woorden bepaald dat het bestuur bevoegd is medewerking te verlenen aan de uitgifte van certificaten van aandelen.

SAMAS-GROEP N.V.

De raad van bestuur is, met inachtneming van het bepaalde in artikel 13 lid 2 (besluiten welke zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen, RPV), bevoegd namens de vennootschap zijn medewerking te verlenen aan de uitgifte van certificaten van aandelen.
(art. 4 lid 3)

Bijzondere bepaling.

Meneba N.V.

Een aandeel is, zonder dat zowel de hoofddirectie als de raad van commissarissen daartoe aan de aandeelhouder, aan wie het toebehoort, toestemming hebben gegeven en zonder dat de door de hoofddirectie en de raad van commissarissen gestelde voorwaarden zijn nageleefd, niet vatbaar voor de uitgifte van een daarop betrekking hebbend certificaat of van certificaten.

De hoofddirectie en de raad van commissarissen zijn niet bevoegd bedoelde toestemming te verlenen, indien als gevolg daarvan minder dan nominaal tweemiljoen gulden van het voor het einde negentienhonderdzevenendertig geplaatste maatschappelijk kapitaal zal overblijven, ten aanzien waarvan bedoelde toestemming niet is gegeven.

(art. 13 lid 3)

IV.3. Andere bepalingen en maatregelen

IV.3.1. Doel en belang van de vennootschap

IV.3.1.1. Inleiding

Kan het statutaire doel van de vennootschap een functie vervullen bij bescherming tegen overvallen of onvriendelijke overnemingen? Op deze vraag

295) Voor de vraag wanneer gesproken kan worden over met medewerking van de vennootschap zie Herziening van het ondernemingsrecht, blz. 16, 17 en 77; Maeijer-Honée, Westgeschiedenis, blz. IXf-d en blz. IXf-Art.1-3; Treurniet, W.C., Certificaten, NV 48, blz. 146 e.v.; Westbroek, W., Enige problemen rond certificering, NV 50, blz. 97; Van der Grinten, W.C.L., Beslissingen in administratief beroep, NV 55, blz. 18; Handboek, No. 197.

296) Zie hierover Treurniet, W.C., Certificaten, NV 50, blz. 148; Handboek, No. 197.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

zal nader worden ingegaan in deze paragraaf.

De akte van oprichting moet de statuten van de naamloze vennootschap bevatten. De statuten bevatten de naam, de zetel en het doel van de vennootschap (art 66 lid 1)

In de vennootschapspraktijk spreekt men ten aanzien van het hier bedoelde doel over het statutaire doel. Dit is echter niet het enige doel.

Mendel*²⁹⁷ heeft laten zien dat de wet drie centrale doeleinden van de vennootschap kent, te weten:

1. het statutaire doel: het blijkens de statuten beoogde terrein van de werkzaamheden van de vennootschap;
2. het winstdoel*²⁹⁸;
3. de verdeling van de winst onder de aandeelhouders, voorzover de statuten niet anders bepalen.

Om deze centrale doeleinden te kunnen realiseren kent de vennootschap een aantal sub-doeleinden. Deze sub-doeleinden volgen deels uit de centrale doeleinden en deels uit de statuten van de betreffende vennootschap*²⁹⁹. Er kunnen verschillende sub-doeleinden zijn.

Continuïteit van de onderneming als sub-doel wordt onder meer aange-troffen bij:

N V Gemeenschappelijk Bezit Aandelen Philips' Gloeilampenfabrieken
een en ander ter bevordering van een verantwoorde continuïteit van het samenstel van ondernemingen, binnen en buiten Nederland, die worden uitgeoefend door N V Philips' Gloeilampenfabrieken en haar rechtstreekse of middellijke deelnemingen (art 2 slot)

Een ruimer sub-doel staat in de statuten van:

Oce-van der Grinten N V

De vennootschap zal, ook ten aanzien van haar dochtermaatschappijen, dit doel op zodanige wijze nastreven

- dat het geïnvesteerde kapitaal blijvend een goed rendement geeft en zo goed mogelijk beschermd wordt,
- dat de welvaart en het welzijn van de medewerkers bevorderd worden,
- dat de afnemers tot hun tevredenheid bediend worden, en
- dat een bijdrage wordt geleverd aan de vooruitgang en het welzijn van de gemeenschappen waarin de vennootschap en haar dochtermaatschappijen werkzaam zijn (art 2 lid 2)

In het kader van het hier aan de orde zijnde onderwerp rijst de vraag wat in deze doelomschrijving precies bedoeld wordt met 'dat het geïnvesteerde kapitaal ... zo goed mogelijk beschermd wordt'. Bescherming tegen wat:

297) Mendel, M M , Het statutaire doel van de naamloze vennootschap, prft Leiden, 1971, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 6, blz 22 e v Zie in dit verband ook Van Schilfgaarde, blz 24 e v

298) Slagter, blz 7, is van mening dat winst-maximalisatie geen einddoel is, naar zijn mening is winst nodig om continuïteit en groei als einddoel te kunnen realiseren

299) Zie Mendel, M M , t a p , blz 21

verloren gaan, een asset-stripper of een andere oorzaak? Vermoedelijk is het eerste bedoeld.

Bij een aantal vennootschappen wordt als sub-doel de bevordering van belangen van de (alle) bij de vennootschap betrokkenen genoemd, al dan niet tezamen met de continuïteit van de onderneming:

WEWELER N.V.

de bevordering van de directe en indirecte belangen van allen die op enigerlei wijze betrokken zijn bij de vennootschap alsmede de continuïteit van de aan de vennootschap verbonden onderneming (art. 2 letter d).

Verenigde machinefabrieken Stork N.V.

De vennootschap beoogt te bevorderen:

- a. de directe belangen van allen wier inkomen afhankelijk is van het bestaan en de bloei van de vennootschap, zowel van hen, die aandeel hebben in haar vermogen als van degenen, die hun werkkraft in de met de vennootschap verbonden onderneming inbrengen;
- b. de indirecte belangen van zeer velen, tengevolge van de maatschappelijke functie van de vennootschap. (art. 3).

AEGON N.V.

Bij de verwezenlijking van het bovenomschreven doel wordt, in het kader van een gezond bedrijfsbeleid, gestreefd naar een evenwichtige behartiging van de belangen van allen, die bij de vennootschap direct of indirect betrokken zijn. (art. 3 lid 2).

Met de hierboven aangehaalde sub-doeleinden komen wij op het moeilijke terrein van 'het vennootschappelijk belang'. Over wat precies moet worden verstaan onder het begrip 'belang van de vennootschap' bestaat in de literatuur geen eenstemmigheid³⁰⁰. Maeijer³⁰¹ stelt dat het vennootschappelijk belang is 'het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel'. Van der Grinten³⁰² is van mening dat als vennootschappelijk belang kan gelden de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken. Löwensteyn³⁰³ stelt daarentegen dat het belang dat de vennootschap nastreeft, het belang van de aandeelhouders is bij hun aandeel in de winst. Een andere opvatting heeft Slagter³⁰⁴. Hij huldigt de op-

300) Zie hierover in het bijzonder Mendel, M.M., t.a.p. blz. 24 e.v. en de door hem aangehaalde (ook oudere) literatuur; Slagter, blz. 12 e.v.; Rechtspersonen, art. 66, aant. 9.

301) Maeijer, J.M.M., blz. 99; idem, Het belangenconflict in de N.V., blz. 6 e.v.; idem, Herbezuiging op de functie van commissarissen, in Het nieuw vennootschapsrecht, blz. 29 e.v.; idem, 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze vennootschap, NV 67, blz. 1 e.v.

302) Handboek, No. 231.

303) Löwensteyn, F.J.W., De naamloze vennootschap als raakpunt van contraire belangen, bundel Honderd jaar rechtsleven, blz. 87 en 88; Pitlo/Löwensteyn, blz. 166.

304) Slagter, blz. 13.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

vatting dat het belang van de vennootschap bepaald wordt door het vennootschappelijk doel, en derhalve door continuïteit op lange termijn. Slagter stelt dat het verschil tussen zijn opvatting en die van Löwensteyn onder meer tot uiting komt in de uiteenlopende waardering voor de asset-stripper. Naar de mening van Slagter handelt een asset-stripper in strijd met het vennootschappelijk belang, hoewel hij meer dan de vroegere machthebbers maar slechts op korte termijn en met verbreking van de continuïteit voor rentabiliteit zorgt.

Daargelaten welke zienswijze omtrent het begrip vennootschappelijk belang men wil volgen, in het laatste hiervoor uit statuten aangehaalde sub-doel - en overigens ook in nagenoeg alle andere sub-doeleinden die bij het statutenonderzoek zijn aangetroffen - wordt gesproken over de belangen van 'allen' die bij de vennootschap direct of indirect betrokken zijn. Deze en soortgelijke sub-doeleinden kunnen naar mijn mening^{*305} een nuttige functie vervullen indien bepaalde beschermingsmiddelen of -constructies in stelling of tot uitvoer worden gebracht. Ik denk hierbij in het bijzonder aan het optuigen van een 'crown-jewel'-constructie^{*306}, het in werking stellen van een poison-pill^{*307} of de uitgifte van (preferente) aandelen^{*308}. Een continuïteits/belang bepaling kan het naar mijn mening in bepaalde situaties gemakkelijker maken het gebruik van beschermingsmiddelen en -constructies te verdedigen, dan zonder deze bepaling het geval zou zijn. Steun voor deze opvatting kan worden gevonden in het vonnis van de President van de Rechtbank Almelo^{*309} in de procedure Crane/Dijkers (zie voor de casus bijlagen 2 nr. 8). De President achtte het aannemelijk dat de gewone rechter het gewraakte emissiebesluit geldig zou achten. Door hem werd overwogen 'dat de directie van de Amerikaanse moedermaatschappij Crane een slechte faam bezit ten aanzien van de wijze waarop problemen bij overname van en fusie met bedrijven worden benaderd; dat in art. 2 lid 3 van de statuten van Dijkers staat: dat de vennootschap ter behartiging van de belangen van alle bij de vennootschap betrokkenen (en zo voegde de President eraan toe: dus niet alleen de aandeelhouders) zal streven naar een welvaartspolitiek op lange termijn en naar een maximum nuttige werkgelegenheid; dat de samenwerking met Rockwell goede mogelijkheden biedt en dat Dijkers met de van Rasa verkregen middelen welomschreven plannen heeft tot uitbreiding der productie, ook met nieuwe produkten'.

305) Anders: Sanders-Westbroek, blz. 15, die van mening zijn dat deze toevoegingen geen juridische betekenis hebben; zij onderstrepen naar hun mening slechts het criterium van het vennootschappelijk belang waardoor de vennootschapsorganen zich bij hun handelen dienen te laten leiden; zie ook blz. 197.

306) Zie paragraaf IV.3.2.

307) Zie paragraaf VIII.2.4.1.2.(d).

308) Zie hoofdstuk V.

309) d.d. 1 november 1968. Voorzover mij bekend niet gepubliceerd. Zie over deze materie Maeijer, J.M.M., Rechtsvraag in AA, 1969, blz. 378.

Mijn conclusie is dat de in de aanhef van deze paragraaf gestelde vraag voorschots bevestigend moet worden beantwoord.

IV.3.1.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van continuïteits/belang sub-doeleinden het volgende resultaat opgeleverd:

	totaal aantal onderzochte statuten	vennootschappen met continuïteits/belang sub-doeleinden	
		aantal	%
officiële markt	193	9	4,7
parallelmarkt	44	4	0,5
totaal	237	11	4,6

Opmerkingen:

- a) Van de 9 vennootschappen die op de officiële markt genoteerd zijn, zijn er 7 een structuurvennootschap met het zgn. volledige regime. Van de 2 op de parallelmarkt genoteerde vennootschappen is er 1 een volledige structuurvennootschap. Op de overige 3 vennootschappen is het structuurregime niet van toepassing.
- b) Bij beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (bmvk) werden geen bijzondere continuïteits/belang sub-doeleinden aangetroffen. Dit is ook begrijpelijk aangezien onder bmvk wordt verstaan een naamloze vennootschap die uitsluitend ten doel heeft haar vermogen zodanig te beleggen dat de risico's daarvan worden gespreid, teneinde haar aandeelhouders in de opbrengst te doen delen (art. 76a lid 1 letter a). Opvallend in dit verband is dat de wet uitdrukkelijk de aandeelhouders als belanghebbenden noemt.

IV.3.2. Bescherming sub-holding/belangrijkste dochtermaatschappij(en)*³¹⁰

IV.3.2.1. Inleiding

Bij de bespreking van de tot dusver in dit hoofdstuk behandelde beschermingsmiddelen is er steeds vanuit gegaan dat deze worden toegepast bij de ter beurse genoteerde naamloze vennootschap (moedermaatschappij) zelf. Ook het statutenonderzoek heeft alleen betrekking gehad op deze vennootschappen. Het is echter ook mogelijk de diverse beschermingsmiddelen en -constructies of een deel daarvan toe te passen bij een (rechtstreeks) onder de moedermaatschappij - welke ter beurse is genoteerd - hangende

310) Roos, P., Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 241.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

sub-holding of een of meer van de dochtermaatschappijen. In het bijzonder kan hierbij worden gedacht aan:

- invoering van een prioriteitsaandeel;
- certificering van de gewone aandelen (nrc's);
- uitgifte van preferente beschermingsaandelen;

- vrijwillige aanvaarding van het volledige structuurregime, bij de betreffende vennootschap. Door de zeggenschap over het prioriteitsaandeel (stichting prioriteit), het administratiekantoor (stichting administratiekantoor) en/of de preferente aandelen (stichting bescherming continuïteit) op enig moment buiten de invloedssfeer van een eventueel door de overvaller of onvriendelijke overnemer te benoemen bestuur van de moedermaatschappij te brengen, al dan niet gecombineerd met vrijwillige aanvaarding van het volledige structuurregime, kan bereikt worden dat een succesvolle overvaller of onvriendelijke overnemer van de moedermaatschappij voorshands geen invloed kan uitoefenen op het beleid van de betreffende dochtermaatschappij. Deze bescherming heeft de uit de Verenigde Staten^{*311} van Amerika overgewaaide naam 'crown jewel' of 'crown jewel lock-up' gekregen. In Nederland wordt ook wel gesproken over een bescherming 'in tweede linie'.

Hiervoor is reeds een voorbeeld genoemd hoe een 'crown-jewel' eruit zou kunnen zien. Eén van de vele varianten is b.v. de constructie^{*312}, waarbij vennootschap A aan vennootschap B een optie verleent om bij intreding van een bepaalde situatie (voorwaarde) een of meer van de dochtermaatschappijen of bedrijfsonderdelen van vennootschap A tegen een vooraf vastgestelde prijs te kunnen kopen. Dit optierecht wordt door vennootschap A aan vennootschap B verleend in samenhang met een door vennootschap B in goed overleg met vennootschap A uitgebracht bod op de aandelen van vennootschap A. De voorwaarde is dan het slagen van een (hoger) bod van een derde. Door het verlenen van deze optie wordt het voor derden onaantrekkelijk een bod op de aandelen A te doen, hetgeen ook precies de bedoeling van de vennootschappen A en B is.^{*313}

De vraag kan gesteld worden of deze wijze van bescherming in de door mij gebezigde terminologie^{*314} beschouwd moet worden als een beschermingsmiddel of een beschermingsconstructie, en afhankelijk van de beantwoording van deze vraag, waar systematisch gezien behandeling dient plaats te vinden, in dit hoofdstuk of hoofdstuk III paragraaf 3. Aangezien de meerderheid van hiervoor genoemde maatregelen statutaire beschermingsmiddelen zijn, is gekozen voor een behandeling in dit hoofdstuk.

311) Zie paragraaf VIII.2.4.2.(b).

312) Door Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 53, wordt deze constructie m.i. ten onrechte aangeduid als poison pill; zie hierover paragraaf VIII.2.4.1.2.(e).

313) Een andere variant is dat door een moedermaatschappij aandelen in een of meer dochtermaatschappijen in pand worden gegeven met het stemrecht aan een bevriende relatie.

314) Zie paragraaf I.6.

IV.3.2.2. Motieven voor toepassing van 'crown jewels'

Voor invoering van de in de vorige paragraaf als eerste voorbeeld genoemde 'crown jewel'-constructie kunnen naar mijn mening verschillende argumenten worden aangevoerd.

In de eerste plaats indien men van mening is dat de moedermaatschappij niet of niet voldoende beveiligd is, dan wel om welke reden dan ook niet (verder) beveiligd kan worden. In het verleden hebben beursvennootschappen, na het bekend worden dat er een voornemen bestond tot het uitbrengen van een bod op hun aandelen of tijdens een overval, nog wel een herkansing gekregen om zich alsnog te beveiligen^{*315}. Het is echter de vraag of dit thans nog het geval kan zijn^{*316}. Onder omstandigheden kan invoering van een 'crown jewel' een alternatief zijn.

In de tweede plaats als verdere bescherming voor het geval de verwachting bestaat dat een overvaller of onvriendelijke overnemer zich door de bij de moedermaatschappij getroffen beschermingsmaatregelen niet zal laten afschrikken, met andere woorden indien deze niet voldoende preventieve werking blijken te hebben. In dat geval wordt met de invoering van een 'crown jewel' een verdere ontmoediging beoogd. Heeft dat niet het beoogde effect, dan kan de 'crown jewel' tot gevolg hebben dat de overvaller/onvriendelijke overnemer geen directe invloed kan uitoefenen op het beleid van de betreffende dochtermaatschappij.

In de derde plaats meer in het bijzonder ter afwering van een buitenlandse overvaller/onvriendelijke overnemer. Het is denkbaar dat een buitenlander zich sneller laat afschrikken door een hem doorgaans bekende 'crown jewel', dan hem onbekende typisch Nederlandse beschermingsmaatregelen.

Voor toepassing van de in de vorige paragraaf genoemde variant - de optieverlening - kunnen de volgende argumenten worden aangevoerd:

1. vennootschap A heeft op zakelijke gronden een sterke voorkeur voor een samenwerking (fusie/overname) met vennootschap B;
2. vennootschap A verkeert in financiële moeilijkheden en vennootschap B heeft met het oog op een komende samenwerking ter leniging van de acute nood geldmiddelen en/of technische hulp ter beschikking gesteld van vennootschap A;
3. vennootschap A doet aan vennootschap B het verzoek, teneinde tot een samenwerking (fusie/overname) te komen, een tijd en geld kostend

315) Zoals b.v. N.V. Koninklijke Distilleerderijen Erven Lucas Bols tegen een voorgenomen bod van Heineken N.V.. Bols heeft alsnog een 1% regeling, gecombineerd met een certificering en de mogelijkheid van uitgifte van preferente aandelen, ingevoerd; vgl ook Furness N.V./Network Holding B.V.; zie bijlage 2, nr. 41.

316) Landré & Glinderman N.V./Reesink N.V.. Tegen een door Landré in april 1988 voorgestelde statutenwijziging houdende invoering van een 1% regeling, gecombineerd met een certificering, is in de algemene vergadering van aandeelhouders oppositie gevoerd. De statutenwijziging is uiteindelijk toch aangenomen.

onderzoek in te stellen naar de commerciële en financiële positie van vennootschap A. Vennootschap B is hiertoe bereid, doch wil daartegenover zekerheid hebben dat indien de resultaten van het onderzoek positief zijn, de kans op een samenwerking reëel is.

IV.3.2.3. Argumenten pro en contra 'crown jewels'

In een geval waarbij de in de eerste paragraaf als eerste genoemde 'crown jewel' is ingevoerd (zie volgende paragraaf) zijn de reacties^{*317} tot dusver in meerderheid negatief geweest. Een reden om met deze negatieve geluiden te beginnen. Er zijn vergelijkingen gemaakt met de in paragraaf III.3.3. vermelde Koornschoof constructie. Deze vergelijking gaat naar mijn mening maar ten dele op. Bij De Koornschoof werd de onderneming aan een buiten het concern staande stichting overgedragen. In het geval van de hier bedoelde 'crown jewel' blijft de onderneming binnen het concern, en het stemrecht op de aandelen van de dochtermaatschappij in eerste instantie binnen de invloedssfeer van het alsdan zittende bestuur van de moedermaatschappij. Laatstgenoemde omstandigheid wordt pas gewijzigd bij een daadwerkelijke overval of onvriendelijke overname. Gesteld is dat het creëren van een 'crown jewel', waarbij de zeggenschap over het concern aan de concernleiding kan worden onttrokken:

1. schadelijk is voor de goede gang van zaken in het concern;
2. in het algemeen buiten het doel van de moedermaatschappij zal vallen;
3. buiten de bevoegdheid van het bestuur van de moedermaatschappij valt;
4. onbehoorlijk bestuur van het bestuur van de moedermaatschappij oplevert;
5. in strijd is met de goede trouw jegens de aandeelhouders van de moedermaatschappij.

Hierteenover kan naar mijn mening gesteld worden dat het denkbaar is dat er zich omstandigheden kunnen voordoen op grond waarvan het bestuur op goede gronden van mening kan zijn dat het creëren van een 'crown jewel' geboden en ook gerechtvaardigd is. Hierbij kan onder andere gedacht worden aan situaties waarbij door een overval of onvriendelijke overname het doel en/of het belang van de vennootschap, en alle daarbij betrokkenen in gevaar zijn.

Op de in de eerste paragraaf genoemde variant is behalve door Den Boogert tot op heden in de literatuur nauwelijks gereageerd. Ik ben van mening dat het van de omstandigheden van het geval zal afhangen of een dergelijke optie kan worden verleend.

Naar aanleiding van de overnamestrijd in de zomer van 1987 rond Kluwer N.V.^{*318} heeft de VvdE aan de Commissie Van der Grinten om een standpunt bepaling gevraagd ten aanzien van deze 'crown jewel'-constructie. De Commissie Van der Grinten heeft de VvdE enerzijds ge-

317) Brenninkmeyer, A.M., Beschermingsconstructies, Euroforum Studiedag (27 november 1987), Onvriendelijke overnames en beschermingsconstructies, syllabus blz. 12 e.v.; Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies in Aandelen, blz. 53 en 54.

318) Zie bijlage 2 nr. 55.

adviseerd op het gebied van dergelijke niet op een statutaire bepaling van de genoteerde vennootschap berustende beschermingsconstructies de vraag van de toelaatbaarheid aan het oordeel van de rechter over te laten, maar anderzijds wel voor te schrijven dat van de invoering van dergelijke constructies tegen niet-minnelijke overnemingen door de genoteerde vennootschap onverwijld een openbare mededeling wordt gedaan³¹⁹. De VvdE is in haar rapport - met de Commissie Van der Grinten - van oordeel dat onverwijld openbaarmaking van dergelijke constructies - samengevat onder de woorden 'poison pill' en 'crown jewel' constructies - geboden is, zulks vanwege de reeds bestaande verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie. De VvdE voegt hieraan toe dat dergelijke constructies niet genomen mogen worden gedurende de periode waarin een bod uitstaat³²⁰. In bijlage X bij het Fondsenreglement wordt alleen voorgeschreven dat de vennootschap steeds onverwijld mededeling zal doen van pandora-constructies (waaronder begrepen de zogenaamde 'poison-pill'- en 'crown jewel'-constructies). Kenmerk van de pandora-constructie is dat het een onverplicht bestuursbesluit betreft waarvan het oogmerk uitsluitend of nagenoeg uitsluitend is dat toekomstige onvriendelijke overnemingen in het algemeen zullen worden gefrustreerd of een overeenkomst welke uitsluitend of nagenoeg uitsluitend wordt gesloten met dit oogmerk³²¹. Op deze bijlage en de in werking treding daarvan wordt nader ingegaan in paragraaf IX.4. De VvdE zal de in haar rapport genoemde wens om hantering van vooraf niet openbaar gemaakte pandora-constructies tijdens het uitstaan van een openbaar bod te verbieden, inbrengen in het overleg binnen de commissie voor fusieaangelegenheden van de Sociaal-Economische Raad³²².

IV.3.2.4. Toepassing in de praktijk van 'crown jewels'

Hierbij dient onderscheid gemaakt te worden tussen 'crown jewels' waarvan het bestaan bekend is gemaakt en die waarvan dit niet het geval is.

IV.3.2.4.1. Bekende 'crown jewels'

Tot de eerste categorie behoort wellicht Ubbink Plastics N.V., de goedlopende dochtermaatschappij van de op dat moment (1970/71) verlieslijdende Ubbink N.V.. Naar aanleiding van een statutenwijziging van Ubbink N.V. in 1971, waarbij o.a. de mogelijkheid van uitgifte van preferente aandelen werd geïntroduceerd, meldde Het Financieele Dag-

319) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 23.

320) Rapport van de VvdE, blz. 22.

321) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 12.

322) Gezamenlijke persverklaring van de VvdE en VEUO d.d. 5 jan. 1989 omtrent de tussen beide partijen bereikte overeenstemming over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsconstructies.

IV. STATUTAIRE BESCHERMINGSMIDDELEN

blad^{*323}: 'nog niet zo lang geleden een stichting in het leven is geroepen, die het stemrecht op de aandelen van de enige dochteronderneming Ubbink Plastics uitoefent'. Dit is een opmerkelijke constructie. Helaas ontbreekt een nadere toelichting. Ik vermoed dat hier sprake is van een certificering van de aandelen van de enige dochtermaatschappij. Elders in het artikel van het FD wordt vermeld dat na statutenwijziging ook de prioriteitsaandelen van Ubbink N.V. in deze door het bestuur beheerste stichting zullen worden ingebracht. Niet vermeld wordt of deze stichting altijd onder controle van het bestuur heeft gestaan en hoe de bestuursopvolging in de stichting geregeld is.

Mogelijk behoort tot de eerste categorie ook het novum^{*324} aan het eind van de jaren zestig bij Rijn-Schelde Machinefabrieken en Scheepswerven N.V.. Bij deze vennootschap waren alle operationele activiteiten ondergebracht in dochtervennootschappen. Rijn-Schelde zelf was een holdingvennootschap. In de statuten van de holding werd in art. 14 lid 1 bepaald, dat de raad van bestuur de goedkeuring behoeft van de houder van het prioriteitsaandeel (de prioriteit) voor 'de uitoefening van het stemrecht op aandelen en participaties in andere vennootschappen en ondernemingen en het bepalen der richting, in welke zal worden gestemd'. Het prioriteitsaandeel was ondergebracht in een stichting. Het bestuur van de stichting werd in beginsel gevormd door de bestuurders en commissarissen van de vennootschap. Indien een bestuurder of commissaris tegen zijn wil en zonder instemming van de prioriteit werd ontslagen, bleef hij bestuurder van de stichting. Personen die niet op voordracht van de prioriteit tot bestuurder of commissaris van Rijn-Schelde werden benoemd, werden geen bestuurder van de stichting^{*325}. Een ander geval kan betreffen Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V. (IBB-Kondor). In de op 21 december 1988 gehouden algemene vergadering van aandeelhouders van IBB-Kondor is namens grootaandeelhouder Huizenbeheer Van Herk B.V. c.s. gesteld dat de vrijwillige aanvaarding van het volledige structuurregime door twee dochtermaatschappijen van IBB-Kondor gezien diende te worden als een beschermingsmaatregel.

Tot de eerste categorie behoort in ieder geval de 'crown jewel' Kluwer Groep Rechtswetenschappen B.V.. Tegen de achtergrond van een dreigende overval/onvriendelijke overname door Elsevier N.V. (zie ook bijlage 2, nr. 55.) heeft Kluwer N.V. naast haar eigen statutaire bescherming een tweede beschermingsconstructie ingevoerd bij Kluwer Groep Rechtswetenschappen B.V., een belangrijke werkmaatschappij van het Kluwer-concern.

323) FD 11 maart 1971.

324) Aldus werd de constructie in de literatuur aangekondigd.

325) Van der Grinten, W.C.L., De beschermingsconstructie Rijn-Schelde, NV 47, blz. 25; zie ook VU-rapport 1969, blz. 7; Cremers, blz. 82; Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 227; Francken, blz. 47.

In een persbericht^{*326} van Kluwer werd hierover o.a. het volgende medegedeeld:

De tweede beschermingsconstructie is mogelijk gemaakt bij statutenwijziging van Kluwer Groep Rechtswetenschappen B.V. van 28 april 1987. De essentie ervan is dat een prioriteitsaandeel in het leven is geroepen, waaraan een aantal bevoegdheden is verbonden. Daarnaast is de mogelijkheid gecreëerd preferente aandelen uit te geven en gewone aandelen te certificeren. Op 28 april 1987 werden voorts drie stichtingen opgericht, te weten:

- a. Stichting tot beheer van het prioriteitsaandeel van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v.;
- b. Stichting Administratiekantoor Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v.;
- c. Stichting tot behartiging van de belangen van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v.

Op 8 juni 1987 is gebruik gemaakt van de mogelijkheid preferente aandelen uit te geven en te plaatsen bij de Stichting tot behartiging van de belangen van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v. Dit is geschied nadat Elsevier het voornemen had kenbaar gemaakt een openbaar bod op de aandelen van Kluwer n.v. te willen doen, een bod dat door Kluwer ongewenst wordt geacht.

Het geplaatste kapitaal van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v. ziet er thans als volgt uit:

- | | |
|-------|--|
| 5.000 | gewone aandelen à f. 10,— bij Kluwer n.v.; |
| 1 | prioriteitsaandeel à f. 10,— bij de Stichting tot beheer van het prioriteitsaandeel van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v.; |
| 5.001 | preferente aandelen à f. 10,— bij de Stichting tot behartiging van de belangen van Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v. |

Er zijn geen certificaten van gewone aandelen uitgegeven en dit wordt thans ook niet overwogen.

Voor aandeelhouders Kluwer n.v. vloeien op dit moment uit het bestaan van de beschermingsconstructie bij Kluwer Groep Rechtswetenschappen b.v. geen financiële gevolgen voort.

De constructie is zodanig dat de normale gang van zaken in het bedrijf niet wordt gehinderd. Met het bestuur van de Stichting tot beheer van het prioriteitsaandeel is door Kluwer overeengekomen dat het niet tot enige actie zal overgaan anders dan ten behoeve van de normale voortgang van de activiteiten, zolang door Elsevier of een andere ongenode derde geen invloed op het beleid van het bestuur van Kluwer wordt uitgeoefend.

Zoals in het biedingsbericht van Wolters Samsom Groep N.V. op pagina 58 is vermeld, is het de bedoeling deze bescherming ongedaan te maken zodra de redenen tot uitgifte van genoemde aandelen zijn komen te vervallen.

Nadat bekend is geworden of de biedingen van Wolters Samsom Groep en Elsevier al dan niet gestand worden gedaan, zullen nadere mededelingen hierover volgen.

Op grond van de dreiging van de VvdE de reeds gegeven goedkeuring voor het in overleg met Kluwer door Wolters Samsom Groep uitgebrachte biedingsbericht alsnog te zullen intrekken, en daarmee het uitbrengen van een voor het bod van Elsevier aflopend bod van Wolters Samsom Groep onmogelijk

326) Van 13 juli 1987.

makend, heeft Kluwer noodgedwongen de constructie voor onbepaalde tijd buiten werking gesteld.

De in de eerste paragraaf genoemde variant is toegepast door de Rotterdamse tabakshandelmaatschappij A.L. van Beek N.V.*³²⁷. Van Beek heeft aan de Amerikaanse vennootschap Dibrell Brothers Inc. een optie verleend tot verkrijging van haar belangrijke dochtervennootschap in Turkije tegen een van te voren overeengekomen prijs voor het geval op het door Dibrell op de aandelen Van Beek uitgebrachte bod minder dan negentig procent van de aandelen van Van Beek zouden worden aangeboden en tevens door een derde een bod op de aandelen Van Beek zou worden uitgebracht. In de algemene vergadering van aandeelhouders van Van Beek is gezegd dat de reden waarom de optie is verleend gelegen was in de omstandigheden welke in de vorige paragraaf onder 3 zijn vermeld.

IV.3.2.4.2. Onbekende 'crown jewels'

Of, en zo ja, hoeveel 'crown jewels' er bestaan is per definitie onbekend. Omtrent het bestaan circuleren wel vermoedens.

Sommige beursvennootschappen hebben al hun dochtermaatschappijen of een aantal van hen ondergebracht onder een buitenlandse sub-holding. Een bekend land voor vestiging van een dergelijke sub-holding is Zwitserland. Het is soms moeilijk te achterhalen hoe de bestuursbenoemingen bij Zwitserse sub-holdings geregeld zijn.

Een andere constructie kan gelegen zijn in de wijze van uitoefening van het stemrecht of de directievoering bij dochtervennootschappen. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat bij 58 vennootschappen het bestuur de goedkeuring behoeft van een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders voor het uitoefenen van het stemrecht op dochtermaatschappijen. Van deze 58 vennootschappen hebben 26 vennootschappen prioriteitsaandelen. Bij 15 vennootschappen is goedkeuring vereist voor het voeren van de directie over dochtermaatschappijen. Van deze 15 vennootschappen hebben 5 vennootschappen prioriteitsaandelen. Voorts is bij één vennootschap in de statuten de volgende bepaling aangetroffen:

Goedkeuring van besluiten van de directie

De prioriteit is bevoegd besluiten van de directie aan haar goedkeuring te onderwerpen. Deze besluiten dienen duidelijk te worden omschreven en schriftelijk aan de directie te worden opgegeven.

De prioriteitsaandelen bij ter beurze genoteerde vennootschappen worden doorgaans gehouden door het bestuur en commissarissen of een stichting*³²⁸. De prioriteitsaandelen kunnen in een aantal gevallen worden overgedragen aan bevriende derden, dan wel kan het bestuur van de prioriteitsstichting in meerderheid uit bevriende personen bestaan of geformeed worden, anders dan bestuurders en/of commissarissen van de moedermaatschappij.

327) NRC Handelsblad 6 febr. 1988.

328) Zie paragraaf IV.1.1.4.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

V.1. Inleiding

Uitgifte van aandelen als beschermingsmiddel is betrekkelijk nieuw. Het is vooral na de tweede wereldoorlog tot ontwikkeling gekomen. Aandelen worden niet meer uitgegeven op grond van de 'kapitaalfunctie', doch om de 'zeggenschapsfunctie'. In het eerstgenoemde geval wordt ook wel gesproken over 'eigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid en in het tweede over 'oneigenlijk' gebruik van deze bevoegdheid*¹.

V.2. Motieven voor 'oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid

Over het 'oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid is veel geschreven*². De belangrijkste motieven voor een dergelijk gebruik van de emissiebevoegdheid laten zich schematisch weergeven als volgt*³:

1) Van der Grinten, W.C.L., Emissie-bevoegdheid, NV 53, blz. 54; Van den Hoek, P.C., 'Oneigenlijk' gebruik van emissiebevoegdheid door besturen van naamloze vennootschappen, blz. 9.

2) Literatuur voor de Aanpassingswet tweede richtlijn: Vroom, blz. 28; De hervorming van de onderneming, blz. 158 en 159; Open ondernemerschap, blz. 242; Schut, blz. 36 e.v.; Hellema, H.J., V.M.F. verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz. 21 e.v.; VU-rapport 1969, blz. 14; SMO-publicatie 1971, blz. 35; NoIdus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap, blz. 232 e.v.; Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 161 e.v..

Literatuur voor de Aanpassingswet tweede richtlijn, doch waarbij met komende wetswijziging reeds rekening werd gehouden: Van der Grinten, W.C.L., Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, NV 46, blz. 121 e.v.; Maeijer, J.M.M., Antwoord op een rechtsvraag, AA 1969, blz. 375 e.v.; Cremers, blz. 22 e.v.; Uniken Venema, C.AE., Kapitaalverhoging bij N.V.'s en B.V.'s, NV 49, blz. 152 e.v.; Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 225 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De H.V.A.-affaire, NV 51, blz. 58; Francissen en Jansen, blz. 88 e.v.; Francken, blz. 48 e.v., die wijst op gelijktijdige eliminatie van prioriteitsaandelen bij invoering van structuurregeling en preferente aandelen; Van der Zanden I, blz. 512 en 514 e.v.

Literatuur rond en na invoering van de Aanpassingswet tweede richtlijn: zie voetnoten paragraaf V.3.4.

3) Zie Van den Hoek, P.C., t.a.p., blz. 10. De motieven zijn in een aantal gevallen aangegeven door het bestuur van de vennootschap, terwijl deze in andere gevallen veelal kunnen worden afgeleid uit de feitelijke situatie.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- (i) beïnvloeding van bestaande machtsverhoudingen, of anders gezegd: breken van de machtspositie van een groot-aandeelhouder of een samenwerkende groep aandeelhouders, die naar het oordeel van het bestuur de continuïteit in het beleid en de zelfstandigheid van de vennootschap in gevaar brengt;
- (ii) afwering van een overval of een onvriendelijke overname, zgn. defensief gebruik;
- (iii) opheffen van de onafhankelijkheid door het forceren van een overname door of een fusie met een of meer andere vennootschappen, doorgaans in samenhang met, of als reactie op een overval of een onvriendelijke overname, zgn. agressief gebruik.

In het onder (ii) genoemde geval is sprake van het gebruik van de emissiebevoegdheid als beschermingsmiddel, terwijl in de onder (i) en (iii) genoemde gevallen ook wel wordt gesproken over het gebruik van de emissiebevoegdheid als strijdmiddel.

V.3. Gewone aandelen

V.3.1. Ontwikkeling

In de periode van 1949 tot omstreeks het midden van de jaren zeventig is verschillende malen 'oneigenlijk' gebruik gemaakt van het middel tot uitgifte van gewone aandelen, en dan niet alleen als beschermingsmiddel maar ook als strijdmiddel. De laatste tien jaar hebben beursvennootschappen dit middel - op een enkele uitzondering na - niet meer gebruikt. Thans worden in dit verband preferente aandelen gebruikt. Op de uitgifte van preferente aandelen wordt nader ingegaan in paragraaf V.4. e.v.

Ondanks het feit dat beursvennootschappen nauwelijks meer 'oneigenlijk' gebruik maken van de emissiebevoegdheid van gewone aandelen en voorts de wet met betrekking tot uitgifte van aandelen ingrijpend is gewijzigd⁴, lijkt het toch nuttig de gevallen waarin dit middel in de praktijk is toegepast aan de hand van de in de vorige paragraaf gegeven indeling te ordenen en te trachten enkele grote lijnen aan te geven.

V.3.2. Toepassing in de praktijk

Als bijlage 2 is een overzicht opgenomen van beursvennootschappen, die, voorzover ik heb kunnen nagaan, in de periode van 1945 tot 1 januari 1988 als beschermingsmiddel of als strijdmiddel o.a. gewone aandelen hebben uitgegeven.

Delen wij de in het overzicht vermelde gevallen van uitgifte van gewone aandelen in naar de in de eerste paragraaf van dit hoofdstuk genoemde belangrijkste motieven welke kennelijk⁵ aan de emissies ten grondslag hebben gelegen, dan krijgen wij het volgende beeld. Hierbij dient

4) Wet van 15 mei 1981 tot aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese gemeenschappen inzake het

(Vervolg voetnoot op volgende p.)

aangetekend te worden dat over de indeling van een enkel geval*⁶ verschillend geoordeeld kan worden en dat een enkel ander geval*⁷ hoogst waarschijnlijk in meer dan een groep kan worden ingedeeld.

V.3.2.1. Beïnvloeding bestaande machtsverhoudingen

In een aantal van de in deze en de volgende twee paragrafen te vermelden gevallen van uitgifte van gewone aandelen is de rechtsgeldigheid daarvan voorgelegd aan de rechter. De betreffende gevallen zijn met een (*) achter de naam van de vennootschap aangegeven. De vindplaatsen in de jurisprudentie zijn in het als bijlage 2 opgenomen schema vermeld.

- | | | |
|----|---|--|
| 1. | 1949 N.V. Doetinchemse IJzer-
gieterij (*)
(Doetinchemse IJzergieterij) | - doorbreking machtspositie van
een meerderheidsaandeelhouder;
- uitgifte aan een viertal
particuliere aandeelhouders. |
| 2. | 1955 Bandar Rubber
(Bandar Rubber) | - het weren van een machtspositie
van een aandeelhouder of een
samenwerkende groep buitenlandse
aandeelhouders;
- uitgifte aan een gelieerde
stichting. |
| 3. | 1956 N.V. W.A. Scholten's Aard-
appelmeelfabrieken (*)
(Scholten's Aardappelmeel-
fabrieken) | - doorbreking machtspositie van
een met stromannen werkende aan-
deelhouder, tevens zijnde com-
missaris van de vennootschap;
- uitgifte aan een bank. |
| 4. | 1967 Koninklijke Veenendaalsche
Stoomspinnerij en Weverij | - doorbreking machtspositie van
een samenwerkende groep aan- |

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

vennootschapsrecht, Stb 1981, 332, in werking getreden op 1 sept 1981, zie hierover paragraaf V 3 4 en V 4 4

5) Als bronnen zijn in hoofdzaak gebruikt Nederlandse Jurisprudentie (voorzover over de zaken geprocedeerd is), commentaren in de literatuur en de pers (o a Het Financieele Dagblad (FD))

6) Zoals b v Bandar Rubber en N V Handelsvereniging voorheen Reiss & Co , waar de emissies behalve het doorbreken van de machtsposities van groot-aandeelhouders waarschijnlijk ook een sterk defensief karakter hadden

7) Zoals b v Koninklijke Veenendaalsche Stoomspinnerij en Weverij N V , waar de emissie zowel de macht van samenwerkende groot-aandeelhouders trachtte te breken als - al dan niet door de nood gedwongen - een overname/fusie met een andere vennootschap trachtte te forceren (agressief gebruik) Voorts de meeste gevallen van agressief gebruik, waar de emissies doorgaans plaatsvinden in samenhang met, of als reactie op een overval of een onvriendelijke overname (defensief gebruik)

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- | | |
|--|--|
| <p>N.V. (*)
(Veenendaalsche)</p> | <p>deelhouders teneinde het ontslag van een directeur te kunnen bewerkstelligen;
- uitgifte aan een beoogde overnemer/fusiepartner.</p> |
| <p>5. 1970 N.V. Handelsvereniging voorheen Reiss & Co. (*)
(Reiss)</p> | <p>- doorbreking machtspositie van een groot-aandeelhouder, o.a. teneinde de statuten te kunnen wijzigen voor invoering van een beschermingsmiddel;
- uitgifte aan een bank.</p> |
| <p>6. 1972 Verenigde H.V.A.-Maatschappijen N.V. (*)
(HVA I)</p> | <p>- doorbreking machtspositie van een groot-aandeelhouder, o.a. teneinde de statuten te kunnen wijzigen voor invoering van een beschermingsmiddel;
- uitgifte aan een bank.</p> |

Worden de (rechts)personen aan wie de hiervoor genoemde uitgiften van gewone aandelen hebben plaatsgevonden, gegroepeerd, dan ontstaat het volgende beeld:

uitgegeven aan:	aantallen:	uitgegeven door
- particuliere aandeelhouders	1 x	Doetinchemse IJzer-gieterij
- gelieerde stichting	1 x	Bandar Rubber
- beoogde overnemer/fusiepartner	1 x	Veenendaalsche
- bank	3 x	Scholten's Aardappelmeel-fabrieken; Reiss; HVA I

In dit overzicht valt op dat bij het uitgeven van gewone aandelen teneinde de bestaande machtsverhoudingen te beïnvloeden de banken als nemers van die aandelen een belangrijke rol hebben gespeeld. Daarnaast is in 1955 reeds sprake van een uitgifte aan een stichting^{*8}, doch dit is niet een stichting welke speciaal voor dit doel is opgericht, zoals later gebruikelijk zal worden^{*9}.

8) Stichting Gemeenschappelijk Bezit.

9) De zgn. Stichting Bescherming Continuïteit.

V.3.2.2. Afwerking van een overval of een onvriendelijke overname (defensief gebruik)

- | | | | |
|----|------|--|--|
| 1. | 1963 | N.V. Gebr. Bervoets'
Kledingbedrijven
(Bervoets) | - onbekende koper;
- uitgifte aan bevriende relaties. |
| 2. | 1964 | Arnhemsche Scheepsbouw
Maatschappij N.V.
(Arnhemsche Scheepsbouw) | - onbekende koper;
- uitgifte aan institutionele beleggers. |
| 3. | 1969 | Verenigde Machinefabrieken
N.V.*10
(VMF) | - onbekende koper;
- optieverlening aan bevriende relaties onder leiding van een bank. |
| 4. | 1970 | Noordelijke Industrie voor
Vezelverwerking N.V.
(Nove) | - voornemen openbaar bod door Clark and Fenn (Holdings) Ltd.;
- o.a.*11 uitgifte aan een bank. |
| 5. | 1971 | N.V. Associatie van Uitgevers van Dagbladen en Tijdschriften (A.U.D.E.T.)
(Audet) | - voornemen openbaar bod door consortium waarvan o.a. deel uitmaakt N.V. Holdingmaatschappij De Telegraaf;
- uitgifte aan bevriende relaties. |
| 6. | 1972 | Veneta, Verenigde
Nederlandse Tapijt-
industrie N.V.
(Veneta) | - V.A. Vermögenverwaltung AG en andere onbekende kopers;
- aanvankelijk verlening van een optie, naderhand uitgifte aan een bank. |
| 7. | 1974 | Phs. van Ommeren N.V.
(Van Ommeren) | - preventieve bescherming;
- uitgifte aan een institutionele belegger (wederzijdse deelneming*12). |
| 8. | 1976 | N.V. Koninklijke Distilleerderijen Erven Lucas Bols
(Bols) | - voornemen openbaar bod door Heineken N.V.;
- uitgifte aan een stichting. |
| 9. | 1981 | N.V. Koninklijke Delftsch
Aardewerkfabriek "De Porcelayne Fles anno 1653" voor- | - ?;
- uitgifte aan Financieringsmaatschappij Industrieel Garantie- |

10) Thans genaamd Verenigde Machinefabrieken Stork N.V.; zie paragraaf V.4.2.2., nr. 18.

11) Ook uitgifte van cumulatief preferente aandelen aan Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N.V. (FIG); zie paragraaf V.4.2.2. no.1.

12) Zie paragraaf V.4.2.2. no. 5.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

heen Joost Thoof en Labou-
chere (De Porceleyne Fles)

fonds 's-Gravenhage N.V.
(FIG)*¹³.

10. 1983 N.V. Beleggingsmaatschappij Wereldhave (*)
(Wereldhave)
- openbaar bod door Stichting Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke en Maatschappelijke Belangen (PGGM) en N.V. Pensioenverzekeringsmaatschappij DSM (PVM);
 - o.a.*¹⁴ uitgifte aan institutionele beleggers en een hypotheekbank.

Worden evenals aan het slot van de vorige paragraaf de (rechts)personen aan wie de hiervoor genoemde uitgiften van gewone aandelen hebben plaatsgevonden, gegroepeerd, dan ontstaat hier het volgende beeld:

uitgegeven aan:	aantallen:	uitgegeven door
- bevriende relaties	2 x	Bervoets Audet
- banken	3 x	VMF Nove Veneta
- institutionele beleggers	3 x	Arnhemsche Scheepsbouw Van Ommeren Wereldhave
- Industrieel Garantie-fonds	1 x	De Porceleyne Fles
- Stichting	1 x	Bols

Ook in dit overzicht spelen de banken een rol, doch in de helft van het aantal gevallen worden de gewone aandelen geplaatst bij bevriende relaties en institutionele beleggers. De gewone aandelen Bols zijn geplaatst bij een speciaal voor dat doel opgerichte stichting.

13) In 1973 was reeds aan de algemene vergadering van aandeelhouders goedkeuring gevraagd voor uitgifte van alle niet geplaatste preferente aandelen (zie paragraaf V.4.2.2. no.2), en na de onderhavige uitgifte van gewone aandelen in 1981 aan FIG, worden daarna in 1983 nog preferente aandelen uitgegeven; zie paragraaf V.4.2.2. no.11.

14) Ook uitgifte van preferente aandelen aan een stichting; zie paragraaf V.4.2.2. no.12.

V.3.2.3. Opheffen onafhankelijkheid door het forceren van een overname door of een fusie met een of meer andere vennootschappen (agressief gebruik)

- | | | |
|----|--|---|
| 1. | 1968 Van Nievelt Goudriaan en Co's Stoomvaart Maatschappij N.V.
(Van Nievelt Goudriaan) | <ul style="list-style-type: none"> - belangstelling van de zijde van N.V. Veem en de Nederlandsche Overzeebank namens een Zwitsers/ Noorse groep; - aanvankelijk verlening van een optie, naderhand uitgifte aan Steenkolen Handelsvereniging N.V.. |
| 2. | 1968 G. Dijkers & Co. N.V. (*)
(Dijkers) | <ul style="list-style-type: none"> - voornemen openbaar bod door Crane Nederland N.V.; - uitgifte aan Rockwell Audco S.A. |
| 3. | 1969 Hatéma N.V.
(Hatéma) | <ul style="list-style-type: none"> - belangstelling van de zijde van een Duitse textielfabrikant; - uitgifte aan Texoprint. |
| 4. | 1970 N.V. Rubberfabriek Vredestein (*)
(Vredestein) | <ul style="list-style-type: none"> - onbekende koper; - uitgifte aan Goodyear. |
| 5. | 1972 Simon de Wit N.V.
(Simon de Wit) | <ul style="list-style-type: none"> - onbekende koper en belangstelling van de zijde van Edah N.V.; - verlening van een optie aan Albert Heijn N.V. |
| 6. | 1972 Verenigde H.V.A.-Maatschappijen N.V. (*)
(HVA II) | <ul style="list-style-type: none"> - belangstelling van de zijde van N.V. Administratie Maatschappij Westertoren; - uitgifte aan Société Financière des Caoutchoucs "Socfin" S.A. |
| 7. | 1973 N.V. Centrale Suiker Maatschappij (*)
(CSM) | <ul style="list-style-type: none"> - openbaar bod door Coöperatieve Vereniging "Suiker Unie" U.A.; - voornemen openbaar bod N.V. Koninklijke Scholten-Honig; - uitgifte aan Gist-Brocades N.V. en Meneba N.V. (wederzijdse deelnemingen*15). |

15) De wederzijdse uitgiften waren bedoeld als een inleiding op een fusie. De uitgiften van Gist Brocades N.V. en Meneba N.V. zelf zouden ook in in dit overzicht opgenomen kunnen worden, doch dit is achterwege gelaten, enerzijds omdat door de uitgiften de vennootschappen - op grond van een contractuele regeling - geen zeggenschap bij elkaar kregen en anderzijds de fusie uiteindelijk geen doorgang heeft gevonden.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- | | |
|--|---|
| 8. 1973 Delta-Lloyd Verzekerings-
groep N.V.
(Delta-Lloyd) | - openbaar bod door Commercial
Union Insurance Company Ltd.
(Commercial Union);
hoger openbaar bod door
Nationale Nederlanden N.V.; |
| 9. 1973 N.V. Kemo
(Kemo) | - uitgifte aan Commercial Union.
- openbaar bod door Sears Holding;
hoger openbaar bod door Vroom &
Dreesmann B.V.
(V&D);
onbekende koper;
- uitgifte aan V&D |
| 10. 1978 Ballast-Nedam Groep
N.V. (*)
(Ballast-Nedam) | - geleidelijke aankopen ter beurse
door Antillian Holding N.V.
(meerderheids-aandeelhouder Ir.
P.S. Heerema);
- o.a.*16 uitgifte aan Minefa
Holding B.V. |

Zoals uit het onderwerp van deze paragraaf reeds blijkt, komt bij de hiervoor genoemde uitgiften van gewone aandelen maar één groep voor waar- aan de aandelen werden uitgegeven: de door de vennootschap goedgekeurde overnemer of de fusiepartner.

Uit deze en de twee voorgaande paragrafen blijkt dat het grootste deel van de besproken uitgiften van gewone aandelen heeft plaatsgevonden in de jaren zestig tot het begin van de jaren zeventig. Na 1974 komen zij, behoudens in een enkel incidenteel geval, nauwelijks meer voor. Hiervoor kunnen een drietal redenen worden genoemd. In de eerste plaats kan het uitgeven van gewone aandelen uitsluitend om zeggenschapsredenen een dure aangelegenheid zijn, vooral wanneer de aandelen een belangrijk hogere waarde hebben dan de nominale waarde (agiotstorting en kapitaalbelasting*17). Bij uitgifte tegen te lage waarde worden de kapitaalrechten van de bestaande aandeelhouders aangetast. In de tweede plaats stelde de literatuur zich kritisch op tegenover het 'oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid van gewone aandelen. Ook uit de rechtspraak kwamen, zoals wij in de volgende paragraaf zullen zien, signalen, die in dezelfde richting duiden. In de laatste - en waarschijnlijk doorslaggevende - plaats was er inmiddels een alternatief ontwikkeld dat voor een belangrijk deel tegemoet kwam aan de hiervoor genoemde bezwaren, te weten de uitgifte van preferente aandelen. Op laatstbedoelde uitgifte wordt, zoals reeds is opgemerkt, nader ingegaan in paragraaf V.4. e.v.

16) Ook uitgifte van preferente aandelen; zie paragraaf V.4.2.1. no. 2.

17) Daarnaast kunnen, indien de vennootschap geen reële kapitaalbehoefte heeft, ook nog andere complicaties optreden, waaronder kapitaalverwatering, verantwoorde aanwending van de verkregen geldmiddelen.

V.3.3. Literatuur en rechtspraak

Omtrent de geoorloofdheid van 'oneigenlijk gebruik' van de emissiebevoegdheid worden in de literatuur drie standpunten verdedigd, welke aanvankelijk door Slagter*¹⁸ en vervolgens door Van den Hoek*¹⁹ zijn samengevat als volgt:

- a) elk oneigenlijk gebruik van de emissiebevoegdheid is verboden*²⁰;
- b) zodanig gebruik is ongeoorloofd, tenzij er een rechtvaardigingsgrond voor bestaat*²¹;
- c) zodanig gebruik is geoorloofd, mits aan zekere voorwaarden is voldaan*²².

Bezien wij de gevallen van uitgifte van gewone aandelen waarvan de rechtsgeldigheid is voorgelegd aan de rechter tegen de achtergrond van de motieven welke aan de uitgiften ten grondslag hebben gelegen, dan valt op dat op één uitzondering na over alle uitgiften van gewone aandelen waarbij sprake was van (i) 'beïnvloeding van bestaande machtsverhoudingen' geprocedeerd is*²³. Bij de enige uitzondering (Bandar Rubber) is wel in de algemene vergadering van aandeelhouders verklaard 'dat er een

18) Slagter, W.J., Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval, TVVS 1974, blz. 289.

19) Van den Hoek, P.C., 'Oneigenlijk' gebruik van emissiebevoegdheid door besturen van naamloze vennootschappen, blz. 17; zie ook Joosten, H.F.J., Rechtsmacht inzake betwiste overnemingen, NV 65, blz. 95 en 190.

20) Noldus, blz. 48 e.v. en 216 e.v., idem, Emissie van aandelen, TVVS 1970, blz. 133; Hellema, H.J., V.M.F. verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz. 24.

21) Van der Grinten, W.C.L., Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, NV 46, blz. 121 e.v.; Heyning, F., Plaatsing van aandelen bij bevriende relaties, TVVS 1974, blz. 294 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., Overpeinzingen rondom fusie, in Verzekeringen van vriendschap, Rechtsgeleerde opstellen aangeboden aan Prof.Mr. T.J. Dorhout Mees, blz. 204; Maeijer, J.M.M., De positie van de aandeelhouders, in Problemen bij fusie, blz. 9 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De positie van het bestuur en de raad van commissarissen, in Problemen bij fusie, blz. 38 e.v.

22) Slagter, W.J., Bescherming tegen overval bij N.V. Veneta en de positie van banken, TVVS 1973, blz. 28; idem, Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval, TVVS 1974, blz. 289; idem, Macht en onmacht van de aandeelhouder, Beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnames, Diëtrede Erasmus Universiteit 8 nov. 1988, blz. 42.

23) Over een mogelijk te nemen besluit tot uitgifte van gewone aandelen, waarbij doorbreking van een meerderheidspositie aan de orde kwam, is geprocedeerd in de zaak Van Mook/Mulder Boskoop, Pres.Rb. 's-Gravenhage, 17 mei 1988, KG 1988, Nr. 250. De vordering werd afgewezen. Zie hierover Maeijer, J.M.M., 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap, NV 67, blz. 1 en Brenninkmeijer, A.M., Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 11 en 12.

procedure - tot in hoogste instantie - zal komen'*24, doch hieraan is nimmer uitvoering gegeven. Over de (ii) 'uitgifte ter afwering van een overval' is slechts eenmaal geprocedeerd.

Bij uitgiften waarbij sprake was van (iii) 'het opheffen van de onafhankelijkheid' is in de helft van het aantal gevallen geprocedeerd, met dien verstande dat in één zaak (Ballast-Nedam) de procedure geroyeerd is voor de uitspraak in eerste instantie.

Vergelijken wij de resultaten van de eindbeslissingen van de procedures, dan blijkt dat bij uitgiften:

- (i) teneinde bestaande machtsverhoudingen te beïnvloeden - in twee van de vijf procedures de vorderingen zijn toegewezen:
 - Reiss,
 - HVA I;
- (ii) ter afwering van een overval of onvriendelijke overname - de vordering in de enige ingestelde procedure niet is toegewezen:
 - Wereldhave;
- (iii) voor het opheffen van de onafhankelijkheid - in een van de vier (vijf) procedures de vordering is toegewezen:
 - Vredestein.

V.3.4. Invloed Tweede EEG-Richtlijn

De invoering van de Aanpassingswet tweede richtlijn heeft een belangrijke invloed gehad op de mogelijkheden voor het gebruik van uitgifte van aandelen als beschermingsmiddel*25. De belangrijkste wijzigingen in dit verband liggen op het gebied van:

- de stortingsplicht (V.3.4.1.);
- de gelijkheid van aandeelhouders (V.3.4.2.);
- de uitgiftebevoegdheid (V.3.4.3.);
- het voorkeursrecht (V.3.4.4.);
- de groepsvergaderingen (V.3.4.5.);
- de verkrijging en vervreemding van eigen aandelen (V.3.4.6.);
- verboden handelingen van de n.v. bij verkrijging aandelen door anderen (V.3.4.7.);
- het verkrijgen en houden van aandelen in de moedermaatschappij en het stemrecht op aandelen gehouden door een dochtermaatschappij (V.3.4.8.);
- de kapitaalvermindering (V.3.4.9.).

24) FD 10/11 febr. 1955.

25) Zie hierover Van der Stap, J.P., Tweede EEG-richtlijn en de nieuwe wetgeving inzake emissie, verwerving van eigen aandelen en kapitaalvermindering bij N.V.'s, TVVS 1978, blz. 330 e.v.; Maschhaupt en Storm; idem, Aanpassingswet Tweede Richtlijn door Tweede Kamer, TVVS 1981, blz. 53 e.v. en blz. 77 e.v.; Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn; Van Schilfgaarde, P., Het vennootschapsrecht en de tweede E.E.G.-richtlijn, NV 57, blz. 127 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 37 e.v.; Van Solinge, A.G., De statuten van de N.V. en de nieuwe bepalingen inzake het kapitaal, TVVS 1982, blz. 53 e.v.; Dortmond, P.J., De overgang naar de artikelen 96 en 96a, Boek 2 B.W., NV 61, blz. 61 e.v.; Perrick, S., De statuten van de besloten vennootschap onder de nieuwe wettelijke regeling voor het kapitaal, WPNR 5765, blz. 811 e.v.

In de achter deze onderwerpen vermelde paragrafen zullen de wijzigingen in het kort worden vermeld en zal waar nodig nader worden ingegaan op de consequenties daarvan voor het gebruik van de emissiebevoegdheid van gewone aandelen als beschermingsmiddel, alsmede op de resultaten van het statutenonderzoek.

V.3.4.1. Stortingsplicht

De stortingsverplichting bedraagt thans ten minste 25 procent van het nominale bedrag van de aandelen (art. 69 lid 2 letter c en art. 80 lid 1). Eventueel bedongen agio in geld moet bij het nemen van het aandeel worden gestort (art. 80 lid 1). Inbreng anders dan in geld moet onverwijld geschieden na het nemen van het aandeel (art. 80b lid 2).

Deze bepalingen maken het uitgeven van gewone aandelen als bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname tot een kostbare zaak. Niet alleen vanwege de storting van 25 procent van het nominale bedrag, maar vooral ook omdat het bedongen agio bij het nemen van de aandelen moet worden gestort^{*26}. Uitgifte van gewone aandelen zonder agio zal zich niet zo snel voordoen. Tenzij de aandelen inderdaad rond of beneden pari noteren, zal uitgifte zonder agio niet goed mogelijk zijn zonder in strijd te komen met de voorschriften van redelijkheid en billijkheid (art. 7) en de goede trouw (artt. 11 en 13). Wellicht is er ook strijd met het hierna aan de orde komende gelijkheidsbeginsel (art. 92), met name indien bij een bestaande aandeelhouder wordt geplaatst, terwijl voorts een groepsvergadering (art. 96 lid 2) vereist kan zijn. Voor wat dit laatste betreft uitgaande van het feit dat deze niet-volgestorte aandelen een afzonderlijke soort aandelen vormen.

Bij vennootschappen waarvan de gewone aandelen ter beurse zijn genoteerd, lenen de gewone aandelen zich niet voor gedeeltelijke volstorting. De genoteerde aandelen luiden aan toonder en alleen aandelen op naam kunnen als niet-volgestorte aandelen fungeren. Bewijzen van aandeel aan toonder mogen niet aan de aandeelhouders worden afgegeven dan tegen storting van tenminste het volle bedrag van die aandelen (art. 82 lid 3).

V.3.4.2. Gelijkheid van aandeelhouders

De naamloze vennootschap moet de aandeelhouders onderscheidenlijk certificaaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen (art. 92 lid 2).

Scholten^{*27} heeft gesteld dat men op goede gronden kan betogen, dat het in genoemd artikel neergelegde gelijkheidsbeginsel reeds wordt omvat door de goede trouw of de redelijkheid en billijkheid, zodat de bepaling

26) Zie over de storting van het agio bij niet volgestorte aandelen Slagter, W.J., Uitgifte van niet-volgestorte aandelen boven pari, TVVS 1964, blz. 49 e.v. en Plate, A., Niet volgestorte aandelen, blz. 110.

27) Scholten, Y., Emissie van aandelen, in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 48.

niets nieuws toevoegt aan de artikelen 7 en 11 lid 1 sub c. Hij is daar echter niet geheel zeker van en sluit niet uit dat de bepaling een eigen leven zou kunnen gaan leiden. In de vorige paragraaf (V.3.4.1. stortingsplicht) is een mogelijk voorbeeld vermeld.

V.3.4.3. Uitgiftebevoegdheid

Was voor de inwerkingtreding van de Aanpassingswet tweede richtlijn omstreden^{*28} welk orgaan bevoegd was tot uitgifte van aandelen indien de statuten daaromtrent niets bepaalden, thans bepaalt de wet dat dit de algemene vergadering van aandeelhouders is, met de mogelijkheid dat de statuten of de algemene vergadering van aandeelhouders een ander vennootschapsorgaan aanwijzen als zijnde bevoegd tot het uitgeven van aandelen voor een bepaalde periode van ten hoogste vijf jaar (art. 96 lid 1)^{*29}. De wet bepaalt niets omtrent de aanvang van de periode. Aangenomen wordt dat de aanvang samenvalt met het tijdstip waarop de aanwijzing geschiedt^{*30}. Een aanwijzing bij de statuten vangt aan op de dag waarop de betreffende notariële akte van oprichting of statutenwijziging wordt gepasseerd, terwijl een aanwijzing bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders aanvangt op de dag waarop het besluit is genomen.

Voor het gebruik van de uitgiftebevoegdheid als beschermingsmiddel is het van essentieel belang dat de bevoegdheid daartoe bij een ander vennootschapsorgaan berust dan de algemene vergadering van aandeelhouders. Bij voorkeur bij het bestuur of een ander daarvoor in aanmerking komend orgaan van de vennootschap (b.v. de prioriteit of de raad van commissarissen).

De laatste zin van art. 96 bepaalt dat de aanwijzing niet kan worden ingetrokken, tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald. Het bepaalde in deze zin is naar mijn mening van toepassing op zowel de statutaire aanwijzing als de aanwijzing door de algemene vergadering van aandeelhouders.

28) De heersende leer voor de inwerkingtreding van de Aanpassingswet tweede richtlijn was dat de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd was, tenzij de statuten anders bepaalden, Handboek, 9e druk, No. 164 met de aldaar aangehaalde literatuur. Anders: VU-rapport 1969, waarin wordt geconstateerd: 'Het is in ons Nederlandse vennootschapsrecht zo, dat, indien de statuten niets anders bepalen, het bestuur der n.v. gemachtigd is zelf aandelen te emitteren, buiten medewerking of zelfs medeweten der aandeelhouders'.

29) Over de vraag welke vennootschapsorganen als zodanig kunnen worden aangewezen zie Scholten, Y., in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 43; Maeijer, J.M.M., Emissie en inkoop van aandelen bij de b.v., in De besloten vennootschap, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 25, blz. 52 en Van Schilfgaarde, P., daarover in De besloten vennootschap - kapitaalbescherming en nadere profilering ten opzichte van de NV, NV 63, blz. 4; zie ook Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 4, aant. 4.

30) Zie Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 29, aant. 4.

ders^{*31}. De vraag is gerezen welke uitleg gegeven dient te worden aan de woorden 'anders bepaald'. Van der Grinten^{*32} is van mening dat indien de aanwijzing bij de statuten is geschied, moet worden aangenomen, dat zij kan worden ingetrokken door middel van een statutenwijziging. Hij wijst er daarbij op, dat de minister van justitie een andere zienswijze heeft verdedigd op grond dat bij de aanwijzing niet anders is bepaald^{*33}. Het anders bepaald zijn behoeft naar de mening van Van der Grinten echter niet expliciet te geschieden. Statutaire aanwijzing van een ander orgaan houdt naar zijn mening impliciet in dat de aanwijzing door middel van statutenwijziging kan worden ingetrokken of gewijzigd. Met Westbroek^{*34} ben ik van mening dat het gelijk in deze aan de zijde van de minister is en dat de woorden 'anders bepaald' inhouden dat men zich met zoveel woorden moet hebben uitgesproken. Indien men de zienswijze van Van der Grinten als juist aanvaardt, dan zie ik geen redenen waarom deze zienswijze ook niet van toepassing zou moeten zijn op een aanwijzing door de algemene vergadering van aandeelhouders^{*35}. In dat geval zou een aanwijzing door de algemene vergadering van aandeelhouders impliciet inhouden dat deze door middel van een nieuw besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders zou kunnen worden ingetrokken. Daarmede zou elke betekenis aan het bepaalde in de laatste zin van lid 1 van art. 96 ontnomen worden, hetgeen niet de bedoeling van de wetgever geweest kan zijn.

Is de aanwijzing in de statuten gedaan en wil men niet het risico lopen dat zij door een overvaller of onvriendelijke overnemer wordt ingetrokken^{*36}, dan moet bij de aanwijzing of elders in de statuten niet tevens worden bepaald dat de statutaire aanwijzing bij statutenwijziging kan worden ingetrokken. Wil men - gelet op de zienswijze van Van der Grinten - elk risico dienaangaande uitsluiten dan zou bij de aanwijzing, zowel die bij de statuten als die bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders, moeten worden bepaald dat de aanwijzing niet kan

31) In dezelfde zin Westbroek, W. en Schulting, A.A., in *Rechtspersonen*, DRC 1986, Paragraaf 29, aant. 3.

32) *Handboek*, No. 164.

33) Maeijer-Honée, *Westgeschiedenis IV*, IXm Art. 96-1. Vgl. ook *Richtlijnen 1986*, Paragraaf 29, derde alinea, waarin wordt bepaald: 'Voordat de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen is verlopen, mag zij bij statutenwijziging slechts worden herroepen, indien de toekenning of de verlenging daarvan uitdrukkelijk herroepelijk is gesteld'.

34) Westbroek, W., *Het supplement aanpassingswet Tweede Richtlijn van het Handboek*, NV 60, blz. 235. Zie ook Perrick, S., *De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen*, in *Van vennootschappelijk belang*, blz. 189.

35) Van der Grinten, W.C.L., verwijst voor zijn zienswijze in noot 6 in het *Handboek*, No. 164, naar art. IX *Overgangsbepalingen*. Omtrent deze verwijzing merkt Westbroek, W., in NV 60, blz. 235, naar mijn mening terecht, op dat deze regeling een andere grond heeft.

36) Zie ook paragraaf V.3.4.10.

worden ingetrokken. Hierbij zou één uitzondering gemaakt kunnen worden, en wel deze, dat de aanwijzing alleen kan worden ingetrokken indien binnen de termijn waarvoor zij is geschied een nieuwe aanwijzing plaatsvindt^{*37}. Op deze wijze kan voorkomen worden dat, indien de algemene vergadering van aandeelhouders zich het recht wil voorbehouden tussentijds door middel van een statutenwijziging of bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders een andere aanwijzing te doen, de bestaande aanwijzing door een overvaller of onvriendelijke overnemer kan worden ingetrokken.

De vraag is gerezen of na een aanwijzing de algemene vergadering van aandeelhouders zelf nog de gedelegeerde bevoegdheid kan uitoefenen, of anders gezegd, heeft de aanwijzing privatieve werking. Van der Grinten^{*38} is van mening dat verlening van de bevoegdheid niet noodzakelijk inhoudt dat de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders tot uitgifte wordt overgedragen. Indien echter de algemene vergadering van aandeelhouders bij een besluit tot verlening zich niet de bevoegdheid voorbehoudt ook zelf tot uitgifte te besluiten moet naar zijn mening de verlening als privaatief worden verstaan^{*39}. Dortmund^{*40} wijst er terecht op dat deze kwestie van de privatieve werking van belang kan zijn bij de uitgifte van preferente aandelen als bescherming tegen een overval. Hetzelfde geldt uiteraard voor de uitgifte met hetzelfde doel van gewone aandelen. Behoudt de algemene vergadering van aandeelhouders zelf ook de bevoegdheid tot uitgifte dan kan dit onder omstandigheden averechts werken^{*41}.

Koninklijke Volker Stevin N.V.

.....indien de raad van bestuur daartoe is aangewezen kan, zolang de aanwijzing van kracht is, de algemene vergadering niet tot uitgifte besluiten.
(art. 5 lid 1)

H.E.S. Beheer N.V.

.....

Indien de direktie daartoe is aangewezen kan, zolang de aanwijzing van kracht is, de algemene vergadering eveneens tot verdere uitgifte besluiten.
(art. 4 lid 2)

De privatieve werking moet niet verward worden met de beperkte delegatie van de uitgiftebevoegdheid. De beperkte delegatie houdt in dat slechts een gedeelte van de bevoegdheid wordt overgedragen aan een ander orgaan.

37) Zie hierover Dortmund, P.J., De overgang naar de artikelen 96 en 96a, Boek 2 B.W., NV 61, blz. 63.

38) Handboek, No. 164.

39) In gelijke zin Westbroek, W., Het supplement aanpassingswet Tweede Richtlijn van het Handboek, NV 60, blz. 235 en Dortmund, P.J., NV 61 blz. 62. Anders omtrent de uitleg van de richtlijn Maschhaupt en Storm I, blz. 112 en II, blz. 22.

40) Dortmund, P.J., NV 61, blz. 62.

41) Zie ook paragraaf V.3.4.10.

Zie bijvoorbeeld de statutaire bepaling (art. 4 lid 3) van Inter/View Europa N.V. in paragraaf V.3.4.3.1. Naar mijn mening geldt de privatieve werking ook voor de beperkte delegatie. Dit betekent dat de algemene vergadering van aandeelhouders niet tot uitgifte bevoegd is van de aandelen waarvoor de gedelegeerde bevoegdheid geldt, tenzij anders is bepaald, en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar bevoegdheid behoudt tot uitgifte van aandelen ten aanzien waarvan de uitgiftebevoegdheid niet is gedelegeerd.

De aanwijzing zal, wil het aangewezen orgaan de bevoegdheid houden aandelen uit te geven, tenminste iedere vijf jaar, en bij voorkeur jaarlijks, verlengd moeten worden^{*42}. Indien een overvaller of een onvriendelijke overnemer over een meerderheid van de stemmen of een 'working majority' beschikt, zal het niet waarschijnlijk zijn dat deze zal medewerken aan een aanwijzing of een verlenging daarvan.

Men dient er op bedacht te zijn dat bij een besluit tot uitgifte van aandelen of het verlenen van een in paragraaf V.3.4.3.2. aan de orde komende optie, ook als verweer tegen een overval of een onvriendelijke overname, het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 van toepassing kan zijn^{*43}. Het voornemen tot een besluit tot uitgifte kan ook onderworpen zijn aan de adviesbevoegdheid van de ondernemingsraad^{*44}.

42) Zie voor de wijze waarop, Maschhaupt en Storm I, blz. 117 en Dortmund, NV 61, blz. 62 no. 5; Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 29, aant. 5. SIMAC TECHNIEK N.V.

.....

Bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. De aanwijzing kan op ieder moment voor niet langer dan vijf jaar worden hernieuwd.

.....

(art. 6 lid 1)

43) Zie hierover Fusiegedragsregels Commentaar, zesde druk, juli 1988, voor de uitgifte, blz. 76 en voor de (eenzijdig uit te oefenen) optie, blz. 73 e.v.

44) Art. 25 lid 1 sub a van de Wet op de ondernemingsraden. Zie Huizink, J.B., De ondernemingsraad en aandelentransacties, art. 25 lid 1 sub a Wet op de ondernemingsraden, TVVS 1988, blz. 145 e.v.

V.3.4.3.1. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de uitgiftebevoegdheid van gewone aandelen het volgende resultaat opgeleverd:

1.

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij in de statuten een bepaald vennoot- schapsorgaan is aangewezen als bevoegd tot uitgifte van gewone aandelen	
		aantal	%
officiële markt	163	96	58,9
parallel- markt	43	26	60,5
totaal	206	122	59,2

Opmerkingen:

- a. Art. 96 geldt niet voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (art. 96b), reden waarom deze vennootschappen (31 in totaal) in dit overzicht buiten beschouwing zijn gelaten.
- b. In dit overzicht zijn opgenomen de vennootschappen, waarbij in de statuten een bepaald vennootschapsorgaan is aangewezen als bevoegd tot uitgifte van gewone aandelen, ongeacht of deze bevoegdheid op 1 januari 1988 nog van kracht was (hetgeen overigens bij het merendeel van de vennootschappen wel het geval was). Uit het percentage van 59,2% blijkt dat de veronderstelling van Van Schilfgaarde⁴⁵ dat van de mogelijkheid om de emissiebevoegdheid bij de statuten aan een ander orgaan toe te kennen in de praktijk alleen gebruik zal worden gemaakt wanneer men dit al dadelijk bij de oprichting wil doen, voor beursvennootschappen kennelijk niet opgaat.
- c. **Bijzondere bepaling.**
 Van der Moolen & Co. N.V.
 Uitgifte van aandelen geschiedt krachtens een besluit van de algemene vergadering onverminderd het bepaalde in lid 2. De algemene vergadering kan een ander vennootschapsorgaan als het tot uitgifte van de in de vorige zin bedoelde aandelen bevoegde orgaan aanwijzen. Bij de aanwijzing moet zijn bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. Voor het tijdvak dat de prioriteit tot uitgifte van de in lid 2 bedoelde aandelen bevoegd is, kan slechts de prioriteit als het tot uitgifte bevoegde orgaan worden aangewezen.
 (art. 6 lid 1)
 In de gevallen waarin aan de aandeelhouders ingevolge het in artikel 44 lid 2 (uitgifte tegen inbreng anders dan in geld, tengevolge van een fusie of aan werknemers, RPV) bepaalde geen voorkeursrecht toekomt, geschiedt uitgifte van

45) Van Schilfgaarde, blz. 86.

aandelen ingevolge een besluit van de prioriteit. Deze bevoegdheid van de prioriteit betreft alle nog niet uitgegeven aandelen van het maatschappelijk kapitaal, zoals dit luidt of te eniger tijd zal luiden.

De bevoegdheid eindigt op tien december negentienhonderdeenennegentig, behoudens verlenging van de bevoegdheid tot uitgifte als hierna beschreven.

(art. 6 lid 2)

2.

	aantal	het in de statuten aangewezen orgaan dat is genoemd als bevoegd tot uitgifte van gewone aandelen							
		prioriteit		bestuur		raad van commissarissen		Gecombineerde vergadering bestuur en rvc	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	96	14	14,6	73	76,1	8	8,3	1	1,0
parallelmarkt	26	5	19,2	17	65,4	4	15,4	-	-
totaal	122	19	15,6	90	73,8	12	9,8	1	0,8

Bijzondere bepalingen.

INFOTHEEK GROEP N.V.

Voor de duur van vijf jaar te rekenen vanaf de datum van deze akte is de vergadering van houders van prioriteitsaandelen op voorstel van de directie bevoegd:

- tot het uitgeven, ook na een eventuele verhoging van het maatschappelijk kapitaal, van alle niet geplaatste aandelen, met uitzondering van die tot uitgifte waarvan de directie krachtens het tweede lid van dit artikel bevoegd is;
- tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij een dergelijke uitgifte alsmede tot het verlenen van rechten tot het nemen van de bovengenoemde aandelen.

(art. 27 lid 1)

Voor de duur van vijf jaar te rekenen vanaf de datum van deze akte is de directie bevoegd aan de werknemers van de vennootschap of van een groepsmaatschappij gewone aandelen dan wel rechten te verlenen voor het nemen van gewone aandelen, zulks tot een totaal gecombineerd maximum van tweehonderd vijftig duizend (250.000) aandelen, met dien verstande dat alsdan het voorkeursrecht voor aandeelhouders uitgesloten zal zijn.

(art. 27 lid 2)

Inter/View Europa N.V.

De raad van bestuur is bevoegd tot uitgifte van aandelen, indien het betreft een aandelenuitgifte in het kader van een overname door middel van aandelenruil of betaling in aandelen door de vennootschap en indien het betreft een aandelenuitgifte aan werknemers van de vennootschap of van een groepsmaatschappij.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

Deze bevoegdheid is verleend voor vijf jaar, te rekenen vanaf de datum van het verlijden van de onderhavige akte; deze bevoegdheid kan telkens door de algemene vergadering van aandeelhouders voor niet langer dan vijf jaar worden verlengd. De uitgifte in het kader van een overname door middel van aandelenruil of betaling in aandelen door de vennootschap is beperkt tot de helft van het geplaatste kapitaal.

De uitgifte aan werknemers van de vennootschap of van een groepsmaatschappij is beperkt tot één/tiende van het geplaatst kapitaal.

(art. 4 lid 3)

3. Bij de 122 vennootschappen, waarbij in de statuten een bepaald vennootschapsorgaan is aangewezen als zijnde bevoegd tot het uitgeven van gewone aandelen, is bij 36 vennootschappen in de statuten met zoveel woorden bepaald dat een bij de statuten gegeven aanwijzing door een statutenwijziging kan worden ingetrokken.

Bührmann-Tetterode N.V.

De aanwijzing van de raad van bestuur als het tot uitgifte bevoegde orgaan kan bij de statuten of bij besluit van de algemene vergadering telkens voor niet langer dan vijf jaren worden verlengd. Bij de aanwijzing wordt bepaald hoeveel aandelen mogen worden uitgegeven. Een bij de statuten gegeven aanwijzing kan door statutenwijziging worden ingetrokken. Een bij besluit van de algemene vergadering gegeven aanwijzing kan, tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald, niet worden ingetrokken.

(art. 7 lid 2)

V.3.4.3.2. Optie

Art. 96 lid 5 verklaart de bepalingen omtrent uitgifte van overeenkomstige toepassing op het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen, doch niet op het uitgeven van aandelen aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent. Deze bepaling heeft blijkens de memorie van toelichting⁴⁶ betrekking op de uitgifte van obligaties die in aandelen converteerbaar zijn en van, al dan niet met obligaties verbonden, optierechten (warrants) om aandelen (in een bepaald tijdvak tegen een bepaalde koers) te verkrijgen. Met de uitgifte van dergelijke waardepapieren, of de toekenning in andere vorm, verplicht de vennootschap zich aan de houders of toekomstige houders van deze rechten te zijner tijd aandelen uit te geven. Zou het bestuur dergelijke rechten mogen uitgeven, dan zou het de regel welke de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen aan de algemene vergadering toekent kunnen ontduiken. Het vijfde lid sluit deze mogelijkheid af, aldus de memorie van toelichting.

In het bepaalde in lid 5 van art. 96 kan onderscheid gemaakt worden tussen:

1. de optieverlening (het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen - eerste deel van lid 5), en
2. de uitgifte van aandelen aan de optiegerechtigde (iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent - tweede deel van lid 5).

ad 1). De wetgever heeft bepaald dat het artikel met betrekking tot de

46) Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis IX m Art.96.

uitgifte van aandelen (de eerste vier leden van art. 64) van overeenkomstige toepassing is op de optieverlening. Door de woorden 'is van overeenkomstige toepassing' wordt aangesloten bij het feit dat de optieverlening nu eenmaal een andere rechtshandeling is dan een besluit tot uitgifte. Ware dit anders, dan zou de bepaling van lid 5 geheel overbodig zijn. In het systeem van de wet komt een optieverlening kennelijk in de plaats van een besluit tot uitgifte, hetgeen naar mijn mening o.a. afgeleid kan worden uit de memorie van toelichting, waarin aan het slot van de passage over lid 5 wordt opgemerkt: 'wanneer later het recht op het nemen van aandelen wordt uitgeoefend, wordt uiteraard geen nieuw besluit van de aandeelhouders vereist en gelden ook de andere voorschriften niet nog eens'.

ad 2). De leden 1 tot en met 4 van art. 96 zijn niet van toepassing op de uitgifte van aandelen aan de optiegerechtigde. Met de woorden 'uitgifte van aandelen' heeft de wetgever niet het oog op het besluit tot uitgifte van aandelen, maar op de rechtshandeling van uitgifte^{*47}.

In sommige statuten wordt in plaats van de woorden 'van overeenkomstige toepassing' het woord 'gelijkgesteld' gebruikt.

Ahold N.V.

Bij toepassing van het hiervoor in de leden 1 en 2 bepaalde (regeling omtrent de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen, RPV) wordt met uitgifte van aandelen gelijkgesteld het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen, terwijl het in die leden bepaalde geen toepassing vindt ten aanzien van uitgifte van aandelen aan iemand, die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van aandelen uitoefent.

(art. 5 lid 3)

Met betrekking tot de bevoegdheid opties te verlenen is in de praktijk de vraag gerezen of, indien een vennootschapsorgaan conform het bepaalde in lid 1 van art. 96 is aangewezen als zijnde bevoegd tot het uitgeven van aandelen, zonder dat met zoveel woorden bij de statuten of bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders is bepaald dat deze bevoegdheid tevens inhoudt het verlenen van opties, het betreffende vennootschapsorgaan desalniettemin bevoegd is tot het verlenen van opties. Uit de eerder aangehaalde woorden 'is van overeenkomstige toepassing' volgt naar mijn mening dat het aangewezen vennootschapsorgaan in een dergelijk geval de bevoegdheid tot het uitgeven van opties van rechtswege heeft. Wil men elke twijfel op dit punt uitsluiten, dan kan dit door in de aanwijzing de bevoegdheid tot het verlenen van opties met zoveel woorden op te nemen.

IGB Holding N.V.

Bij deze statutenwijziging (vierentwintig september negentienhonderdzesentachtig) is de directie voor de duur van vijf jaren aangewezen als bevoegd om onder goedkeuring van de prioriteit over te gaan tot uitgifte van en/of het verlenen van rechten tot het nemen van alle gewone en preferente aandelen.

(art. 36 lid 1)

47) Zie over het onderscheid tussen het besluit tot uitgifte van aandelen en de rechtshandeling van uitgifte Handboek, No. 164.1; Van Schilfgaarde, blz. 85.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

Een andere vraag is of bij structuurvennootschappen een besluit van het bestuur tot het verlenen van een optie op grond van het bepaalde in art. 164 onderworpen is aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. In art. 164 lid 1 onder letter a wordt alleen gesproken over besluiten omtrent uitgifte van aandelen in de vennootschap en niet over het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen. De verlening van een optie is, zoals hiervoor vermeld, een andere rechtshandeling dan een besluit tot uitgifte. De van overeenkomstige toepassing verklaring van de uitgiftebepalingen op de optieverlening wordt in lid 5 van art. 96 beperkt tot dat artikel. Desalniettemin zou ik willen verdedigen dat bij structuurvennootschappen op grond van de strekking van de bepaling van art. 164 lid 1 letter a de verlening van een optie te beschouwen is als een besluit 'omtrent' uitgifte van aandelen als bedoeld in die bepaling, zodat bij structuurvennootschappen ook voor een besluit van het bestuur tot optieverlening de goedkeuring nodig is van de raad van commissarissen.

In het kader van de bescherming van een vennootschap tegen een overval of een onvriendelijke overname kan met een optieverlening bereikt worden dat:

- a) het moment van plaatsing van de aandelen onafhankelijk wordt van de duur van de aanwijzing van het tot uitgifte bevoegde vennootschapsorgaan;
- b) het besluit omtrent de plaatsing/het nemen van de aandelen wordt verlegd naar de optiegerechtigde.

ad a). De optiegerechtigde behoudt zijn optie, ook indien het vennootschapsorgaan ten tijde van de uitoefening van het optierecht niet meer gerechtigd is aandelen uit te geven^{*48}. Immers op het moment van het uitoefenen van de optie is volgens het systeem van de wet geen nieuw besluit tot uitgifte van het tot uitgifte bevoegde orgaan vereist. Het geven van een optie kan een oplossing zijn indien de termijn waarvoor het tot uitgifte bevoegde orgaan is aangewezen, afloopt, terwijl onzeker is of de algemene vergadering van aandeelhouders bereid zal zijn de aanwijzing te verlengen.

ad b). Aan het geven van het initiatief aan de optiegerechtigde zijn voor- en nadelen verbonden. Een voordeel is dat mogelijk elke discussie omtrent de motivering of rechtvaardiging van het uitgiftebesluit van de vennootschap zowel in als buiten rechte wordt vermeden. Een nadeel is dat de vennootschap het initiatief omtrent de plaatsing geheel uit handen heeft gegeven^{*49}. Voor- en nadeel worden tot op zekere hoogte geneutraliseerd indien in de optieovereenkomst de uitoefening van het optierecht wordt onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van een vennootschapsorgaan, zoals b.v. de prioriteit of de raad van commissarissen.

48) Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 40.

49) Zie ook Handboek, 10e druk, blz. 226. De betreffende passage komt in de 11e druk niet meer voor; Perrick, S., De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 192.

V.3.4.3.3. Converteerbare obligatielening

Een andere toepassing in het kader van bescherming tegen een overval of onvriendelijke overname is die, waaraan in de memorie van toelichting met betrekking tot de optieregeling wordt gerefereerd: de converteerbare obligatielening⁵⁰. In tijd van rust wordt een te allen tijde (of alleen in geval van een onvriendelijke overname) converteerbare obligatielening uitgegeven aan een bevriende relatie. Ingeval van een dreigende overval of onvriendelijke overname wordt de lening op stilzwijgend verzoek van het bestuur van de vennootschap geconverteerd in (stemgerechtigde) aandelen. Het betwisten door een overvaller of onvriendelijke overnemer van de rechtsgeldigheid van de toegekende conversierechten wordt bemoeilijkt door het feit dat deze in het verleden en onder geheel andere omstandigheden zijn verleend. De lening blijft in stand zolang er geen dreiging van een overval of onvriendelijke overname is. De door de vennootschap op de lening te betalen rente is in tegenstelling tot dividend op (preferente) aandelen in beginsel aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting.

V.3.4.4. Voorkeursrecht

Voor de inwerkingtreding van de Aanpassingswet tweede richtlijn hadden aandeelhouders bij uitgifte van nieuwe aandelen geen voorkeursrecht, tenzij hen dit in de statuten was toegekend. Thans bepaalt de wet dat - behoudens enkele uitzonderingen - iedere aandeelhouder een voorkeursrecht heeft naar evenredigheid van het gezamenlijk bedrag van zijn aandelen, met de mogelijkheid dat het voorkeursrecht kan worden beperkt of uitgesloten door de algemene vergadering of, indien daartoe door de algemene vergadering aangewezen, door het vennootschapsorgaan dat tot uitgifte bevoegd is (art. 96a leden 1 en 6).

Het voorkeursrecht is noch van toepassing op aandelen die worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld noch op aandelen welke niet boven een bepaald percentage of slechts in beperkte mate delen in de winst of het liquidatiesaldo: de prioriteits- en preferente aandelen (art. 96a leden 1 en 2). De statuten kunnen echter wel een voorkeursrecht op deze aandelen toekennen. Voorts heeft een aandeelhouder geen voorkeursrecht op aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van de naamloze vennootschap of van een groepsmaatschappij (art. 96a lid 1).

Bij een uitgifte als bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname zal veelal storting in geld plaatsvinden, doch er zijn situaties denkbaar (o.a. bij een wederzijdse deelneming) waarin sprake kan zijn van een inbreng in natura. In het eerste geval bestaat er een voorkeursrecht, in het tweede geval niet.

Het in de vorige paragraaf (V.3.4.3.) bij 'uitgiftebevoegdheid' opgemerkte omtrent de 'aanwijzing', 'privatieve werking' en de 'verlenging en intrekking van de aanwijzing' is hier van overeenkomstige toepassing, behoudens de volgende drie afwijkingen:

50) Zie ook Handboek, No. 196.1.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

1. De aanwijzing bij de statuten of bij besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders van een ander vennootschapsorgaan dat bevoegd is tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht kan alleen plaatsvinden indien dat orgaan ook bevoegd is tot uitgifte van aandelen.

2. Indien aan een orgaan de beide bevoegdheden (uitgifte en afwijking van het voorkeursrecht) zijn gedelegeerd, vervalt de bevoegdheid tot afwijking van het voorkeursrecht zodra het aangewezen orgaan niet langer de uitgiftebevoegdheid bezit.

Dortmond constateert terecht, dat dit betekent, dat, ondanks de laatste zin van art. 96a lid 6 - waarin bepaald wordt dat tenzij bij de aanwijzing anders is bepaald zij niet kan worden ingetrokken - de aanwijzing van het orgaan dat bevoegd is tot afwijking van het voorkeursrecht altijd herroepelijk is, indien bij de aanwijzing van het orgaan dat bevoegd is tot het uitgeven van aandelen is bepaald, dat deze kan worden ingetrokken^{*51}.

3. Voor een besluit van de algemene vergadering tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing van het daartoe bevoegde orgaan is een meerderheid vereist van ten minste twee derden der uitgebrachte stemmen, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd. Deze versterkte meerderheidseis kan een overvaller of onvriendelijke overnemer in de kaart spelen aangezien deze hierdoor minder stemmen nodig heeft om een eventuele aanwijzing tegen te houden. Daartegenover zal deze eis voor een overvaller of onvriendelijke overnemer - indien de bevoegdheid tot afwijking van het voorkeursrecht niet is gedelegeerd - een extra barrière kunnen vormen om bij uitgifte van aandelen aan zichzelf of een hem bevriende relatie het voorkeursrecht terzijde te stellen.

V.3.4.4.1. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de mogelijkheid van het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij uitgifte van gewone aandelen het volgende resultaat opgeleverd:

1.

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij in de statuten een bepaald vennootschapsorgaan is genoemd als bevoegd tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij uitgifte van <u>gewone aandelen</u>	
		aantal	%
officiële markt	163	84	51,5
parallelmarkt	43	23	53,5
totaal	206	107	51,9

51) Zie Dortmond, P.J., De overgang naar de artikelen 96 en 96a, Boek 2 B.W., NV 61, blz. 61 en de aldaar aangehaalde literatuur.

Opmerking:

Evenals bij art. 96 geldt ook art. 96a niet voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (art. 96 b), reden waarom deze vennootschappen ook in dit overzicht buiten beschouwing zijn gelaten.

2.

	aantal	het in de statuten genoemde orgaan dat is genoemd als bevoegd tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij uitgifte van gewone aandelen							
		priori- teit		bestuur		raad van commis- sarissen		Gecombineerde vergadering bestuur en rvc	
		aan- tal-	%	aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%
officiële markt	84	14	16,7	62	73,8	7	8,3	1	1,2
parallel- markt	23	5	21,7	15	65,2	3	13,1	-	-
totaal	107	19	17,8	77	72,0	10	9,3	1	0,9

V.3.4.5. Groepsvergaderingen

Groepsvergaderingen zijn vereist bij:

1. Een besluit tot uitgifte van aandelen.

Zijn er verschillende soorten aandelen, dan is voor de geldigheid van het besluit van de algemene vergadering tot uitgifte of tot aanwijzing vereist een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet (art. 96 lid 2);

2. Een besluit tot kapitaalvermindering.

Zijn er verschillende soorten aandelen, dan is voor een besluit tot kapitaalvermindering een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten afbreuk wordt gedaan (art. 99 lid 5).

Centraal bij de hiervoor genoemde besluiten staat of aan de rechten 'afbreuk wordt gedaan'. Hierbij rijst de vraag wat precies onder 'afbreuk aan rechten' dient te worden verstaan. De Europese Commissie had aanvankelijk de term 'benadeling' voorgesteld⁵². De memorie van

52) Vgl. art. 122 (bescherming verkregen rechten van derden). De term 'nadeel toebrengen' wordt ook gebruikt in de op 3 september 1987 door de Staten van de Nederlandse Antillen aangenomen landsverordening tot wijziging van het Wetboek van Koophandel van de Nederlandse Antillen, waarbij o.a. wordt voorzien in de mogelijkheid van uitgifte van aandelen

(Vervolg voetnoot op volgende p.)

toelichting^{*53} constateert dat het begrip 'benadeling' ook aantasting van belangen of mogelijke belangen zou kunnen inhouden. Het begrip 'afbreuk aan rechten' is in dit opzicht beperkter.

De parlementaire discussie brengt ons over de uitleg van het begrip 'afbreuk aan rechten' helaas niet veel verder. De memorie van toelichting^{*54} noemt het inmiddels bekende voorbeeld van de n.v. die preferente aandelen heeft uitgegeven en vervolgens de statuten wijzigt om aandelen met een hogere preferentie uit te geven. De uitgifte van laatstgenoemde preferente aandelen zal afbreuk doen aan de rechten van de bestaande preferente en gewone aandeelhouders, omdat hun recht op dividend wordt achtergesteld bij dat van de houders van de nieuwe aandelen. Ter bescherming wordt van beide groepen een meerderheidsbesluit geëist voor deze uitgifte, aldus de memorie van toelichting. De leden van de VVD-fractie hebben vervolgens de vraag gesteld wat onder het woord 'afbreuk' dient te worden verstaan. Het kan toch niet zo zijn, aldus deze leden, dat ook van 'afbreuk' sprake is wanneer aandelen worden uitgegeven, waarvan de afgifte is afgestemd op de bestaande statuten of met statuten, die in verband met die uitgifte zijn aangepast en gewijzigd. Zij verwezen te dezen naar de memorie van toelichting die een beperkte interpretatie geeft van 'afbreuk aan rechten' en die kennelijk daarmee benadeling van belangen beoogt. Daarbij merken zij nog op dat afbreuk aan rechten slechts door middel van statutenwijziging kan worden gerealiseerd. Naar aanleiding van deze vragen herinnerde de minister er aan: 'dat in de toelichting dit begrip reeds met een voorbeeld is verduidelijkt en dat voorts is gesteld, dat daaraan beperkte betekenis moet worden toegekend, met name dat niet daaronder aantasting van belangen is te verstaan. Dat afbreuk aan rechten slechts door een statutenwijziging zou kunnen worden teweeggebracht en dat nimmer van afbreuk sprake zou kunnen zijn wanneer de uitgifte is gedaan conform bestaande (of in verband met de uitgifte gewijzigde) statuten, lijkt mij een stelling die in haar algemeenheid moeilijk kan worden onderschreven. Waar het om gaat is, of aan de rechten van een categorie aandeelhouders afbreuk wordt gedaan door de uitgifte. Wanneer de statuten een duidelijke regeling bevatten dat bij voorbeeld het bestuur alle niet uitgegeven aandelen mag uitgeven, zonder beperking van de kring van personen aan wie het bestuur mag uitgeven, zal er inderdaad niet spoedig aanleiding zijn om aan afbreuk aan rechten te denken, zeker niet als de regeling reeds zo ruim was voordat een bepaalde

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

zonder stemrecht of met beperkt stemrecht. Art. 93a bepaalt: 'wijziging van een bepaling in de akte van oprichting, waarbij aan de houders van een soort van aandelen zonder stemrecht of met beperkt stemrecht als zodanig enig recht wordt toegekend, brengt aan dat recht geen nadeel toe, tenzij een volstreckte meerderheid van de houders van die soort van aandelen in die wijziging toestemt'. De memorie van toelichting licht deze bepaling als volgt toe: 'Degenen die aandelen zonder stemrecht nemen, moeten er zeker van kunnen zijn dat de statutair toegezegde rechten niet tegen hun wil ontnomen kunnen worden'.

53) Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis IXm Art. 96.

54) Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis IXm Art. 96.

soort aandelen werd uitgegeven en het maatschappelijke kapitaal sindsdien niet is verhoogd', aldus de minister.

Men kan het met Van Solinge^{*55} eens zijn dat de zaak hiermede nog niet geheel duidelijk ligt. Hij stelt dat volgens het Nederlandse recht een aandeelhouder nu eenmaal geen onaantastbare rechten heeft. Bij statutenwijziging kan in de onderlinge verhouding van de dividendaanspraken verbonden aan de diverse aandelensoorten wijziging worden gebracht, behoudens vernietiging wegens strijd met de goede trouw. Elke statutaire bepaling kan, n'importe welk veto ook, worden gewijzigd door de algemene vergadering in een voltallige vergadering met algemene stemmen (art. 121), aldus Van Solinge. Uniken Venema^{*56} heeft reeds in een vroeg stadium gesignaleerd welke ernstige bezwaren aan dergelijke bepalingen kunnen kleven. De aan de speciale categorieën van aandeelhouders toe te kennen bescherming mag naar zijn mening niet uitmonden in een positie waarin zij op een gemakkelijke wijze een spaak in het 'vennootschaps wiel' kunnen steken. Tegen het risico van een onredelijke benadeling - door kapitaalverhoging, door statutenwijziging of anderszins - worden zij op een in beginsel bevredigende wijze beschermd door de norm van de goede trouw.

Maschhaupt en Storm^{*57} hadden ook liever de bescherming van groepen aandeelhouders overgelaten gezien aan algemene normen als de goede trouw en andere bepalingen ter bescherming van minderheden. Zij erkennen echter dat in vrijwel alle Lid-staten het instituut van afzonderlijke stemming van groepen aandeelhouders bestaat. Ongetwijfeld biedt dit voor hen de beste bescherming. Met de keerzijde daarvan in de vorm van de aangehaalde bezwaren zullen onze n.v.'s moeten leren leven, aldus Maschhaupt en Storm. Dit laatste is ook de strekking van de voordracht van Scholten^{*58}, die bij twijfel zegt dat het advies niet moet zijn: in dubiis abstinence, maar in dubiis een vergadering van de betreffende groep. Van der Grinten^{*59} constateert dat de bepaling bedenkelijk is omdat zij rechtsonzekerheid schept. Zo vraagt hij zich af of afbreuk wordt gedaan aan rechten indien de emissie als gevolg heeft dat een bepaalde aandeelhouder zijn meerderheidspositie verliest of indien nieuwe preferente aandelen worden uitgegeven met gelijke rechten als bestaande preferente aandelen. Hij wil het begrip 'afbreuk doen aan rechten' restrictief interpreteren en als enig geval aannemen het in de memorie van toelichting genoemde voorbeeld, alhoewel hij zelfs daarbij een vraagteken plaatst. Vgl. in dit verband ook de kamerstukken en hetgeen door de minister van justitie is opgemerkt naar aanleiding van de

55) Van Solinge, A.G., De statuten van de N.V. en de nieuwe bepalingen inzake het kapitaal, TVVS 1982, blz. 57.

56) Uniken Venema, C.A.E., Kapitaalverhoging bij N.V.'s en B.V.'s, NV 49, blz. 138 e.v.

57) Maschhaupt en Storm I, blz. 112.

58) Scholten, Y., in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 44.

59) Handboek, No. 164, onder d.

invoeging^{*60} van art. 317^{*61} inzake juridische fusie, waar in lid 5 een soortgelijke bepaling voorkwam (thans art. 330 lid 2)^{*62}.

Bij de in paragraaf V.3.4.1. vermelde 'stortingsplicht' is ook een mogelijk voorbeeld genoemd. Het ziet er naar uit dat de rechtspraak het begrip 'afbreuk aan rechten' nader zal moeten invullen.

V.3.4.6. Verrijking en vervreemding van eigen aandelen

V.3.4.6.a. Verrijking van eigen aandelen^{*63}

Verrijking van eigen aandelen is alleen mogelijk:

- voorzover het volgestorte aandelen betreft;
- de statuten verrijking van eigen aandelen toelaten;
- de algemene vergadering het bestuur daartoe heeft gemachtigd, en
- aan enkele andere voorwaarden is voldaan, waaronder dat de verrijking beperkt is tot 10 procent van het geplaatste kapitaal (art. 98).

Voor kredietinstellingen en beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal geldt een afzonderlijke regeling (art. 98 leden 7 en 8). Ingevolge het bepaalde in art. 76a lid 1 onder letter b dient bij een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal het bestuur krachtens de statuten o.a. bevoegd te zijn aandelen in haar kapitaal te verwerven.

In het kader van bescherming tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen kan verrijking van eigen aandelen op twee tijdstippen aan de orde komen, en wel:

1. tijdens het overnamegevecht, en
2. na afloop van een mislukte overname indien bij de vennootschap de wens bestaat om de als bescherming gepleegde emissie 'terug te draaien'.

Ad 1. Tijdens het overnamegevecht.

Hiervoor worden verschillende motieven aangevoerd. Ter ondersteuning van de eigen koers indien dit met het oog op aankopen door de overvaller/overnemer noodzakelijk wordt geacht^{*64} en/of om de betreffende aande-

60) Wet van 19 januari 1983, Stb. 1983, 59 inzake de juridische fusie, in werking getreden op 1 januari 1984.

61) In het oorspronkelijke wetsontwerp, kamerstukken 16453, genummerd 319.

62) Wet van 21 april 1987, Stb. 1987. 209. Zie Raaijmakers, M.J.G.C., Rechtspersonen, art. 330, aant. 2.

63) Westbroek, W., Het vennootschapsrecht en de tweede EEG-richtlijn, in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 18 e.v. en Van Schilfgaarde, P., daarover in Verrijking van aandelen, NV 57, blz. 129 en 130.

64) Zie ook paragraaf V.3.4.7.

len uit de markt te nemen, zodat deze in ieder geval niet door de overvaller/overnemer verkregen kunnen worden. Het behoeft geen nader betoog dat dergelijke praktijken - ook al blijft men binnen de voorschriften van art. 98 - snel op gespannen voet kunnen komen te staan met de artikelen omtrent redelijkheid en billijkheid (art. 7), goede trouw (art. 11 lid 1 letter c) en wellicht ook het gelijkheidsbeginsel (art. 92 lid 2).

Ad 2. Na afloop van een mislukte overname.

Het 'terugdraaien' van de emissie kan bereikt worden via twee methoden:

- a. inkoop van eigen aandelen, en
- b. kapitaalvermindering.

Ad a. Inkoop van eigen aandelen.

Aan inkoop kleven verschillende hiervoor reeds in het kort aangeduide bezwaren.

Gewone aandelen zullen doorgaans zijn volgestort, zodat het vereiste van volstorting geen complicaties behoeft op te leveren.

De verkrijging van eigen aandelen is beperkt tot 10% van het geplaatste kapitaal. De in het kader van een bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname uitgegeven aandelen zullen doorgaans een veelvoud hiervan zijn. Dit betekent, dat, na inkoop van de eerste 10 procent, deze aandelen eerst ingetrokken zullen moeten worden voordat de volgende 10 procent ingekocht kan worden. Hiervoor is een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig.

Ad b. Kapitaalvermindering.

Deze procedure komt aan de orde in paragraaf V.3.4.9.

V.3.4.6.b. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid tot het verkrijgen van eigen aandelen het volgende resultaat opgeleverd:

1. In alle onderzochte statuten welke in overeenstemming zijn gebracht met de Aanpassingswet tweede richtlijn (223 van de 237) is op 2 na verkrijging van eigen aandelen anders dan om niet toegelaten. Of het bestuur ook daadwerkelijk tot inkoop kan overgaan, hangt af van het feit of de algemene vergadering van aandeelhouders het bestuur daartoe heeft gemachtigd. De machtiging geldt voor ten hoogste achttien maanden. De tekst van een besluit tot machtiging tot verkrijging van eigen aandelen behoeft - anders dan die van een besluit tot uitgifte, beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht, dan wel tot aanwijzing ten aanzien van beide - niet te worden neergelegd ten kantore van het handelsregister, zodat concrete aantallen van de verleende machtigingen moeilijk zijn te achterhalen. Ik heb echter de indruk dat bij een groot aantal beursvennootschappen het verzoek tot machtiging voor het verkrijgen van eigen aandelen een standaard agendapunt vormt op de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders.

2. In de onderzochte statuten van niet structuurvennootschappen die een raad van commissarissen hebben (121 van de 133 vennootschappen) is bij 60 vennootschappen (49,6%) een besluit van het bestuur tot verkrijging van eigen aandelen anders dan om niet onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Bij structuurvennootschappen (in totaal 104 vennootschappen) is reeds ingevolge het bepaalde in artikel 164 lid 1 onder letter a een besluit van het bestuur omtrent verkrijging van aandelen in de vennootschap onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen.

3. Van de 126 vennootschappen (zowel structuurvennootschappen als vennootschappen van het gewone model) die prioriteitsaandelen hebben of andere soorten aandelen of bewijzen waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden^{*65}, is bij 34 vennootschappen (15,9%) het besluit onderworpen aan de goedkeuring van de prioriteit. Bij 9 vennootschappen van het gewone model is het besluit onderworpen zowel aan de goedkeuring van de prioriteit als aan de goedkeuring van de raad van commissarissen.

4. Bij één vennootschap (structuurvennootschap) kan het besluit alleen genomen worden op voorstel van de raad van commissarissen en bij een andere vennootschap (van het gewone model) uitsluitend op voorstel van de prioriteit.

V.3.4.6.c. Vervreemding van eigen aandelen

In de literatuur wordt het standpunt ingenomen dat indien de statuten niet anders bepalen het bestuur bevoegd is de ingekochte eigen aandelen te vervreemden^{*66}. De wettelijke bepalingen omtrent uitgifte (art. 96) en voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders (art. 96a) zijn op deze vervreemdingen niet van toepassing. Voor de rechtsgeldigheid van de vervreemding kan naar mijn mening wel een rol spelen met welk oogmerk het bestuur tot vervreemding is overgegaan; hetgeen gesteld is in de paragrafen V.3.2. en V.3.3. omtrent het 'oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid is mijns inziens mutatis mutandis ook op deze vervreemdingen van toepassing.

V.3.4.6.d. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid tot vervreemding van eigen aandelen het volgende resultaat opgeleverd:

65) Zie paragraaf IV.1.1.5.

66) Handboek, No. 164.1 en 315.1.; Boukema, C.A., Rechtspersonen, art. 98 aant. 6; Sanders-Westbroek, blz. 59.

1.

	totaal aantal onder- zochte statuten	het in de statuten genoemde orgaan dat bevoegd is eigen aandelen te vervreemden							
		priori- teit		bestuur		Gecombineerde vergadering bestuur en rvc		ava	
	aantal	aan- tal-	%	aan- tal	%	aan- tal	%	aan- tal	%
officiële markt	193	1	0,5	134	69,4	1	0,5	5	2,6
parallel- markt	44	-	-	26	59,1	-	-	2	4,5
totaal	237	1	0,4	160	67,5	1	0,4	7	3,0

Opmerkingen:

- a. Bij structuurvennootschappen is in art. 164 voor een besluit van het bestuur omtrent vervreemding van eigen aandelen - in tegenstelling tot een besluit omtrent verkrijging - niet de goedkeuring van de raad van commissarissen voorgeschreven.
- b. Van de 160 vennootschappen, waarbij het bestuur het bevoegde orgaan is om eigen aandelen te vervreemden, zijn er 65 structuurvennootschappen met het volledige regime en 2 met het beperkte regime; Van de 2 vennootschappen, waarbij de prioriteit en de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen de bevoegde organen zijn, zijn beide een structuurvennootschap met het volledige regime; De 7 vennootschappen, waarbij de algemene vergadering van aandeelhouders het bevoegde orgaan is, zijn alle van het gewone model.
- c. Bij de 160 vennootschappen, waarbij in de statuten is bepaald dat het bestuur bevoegd is tot vervreemding van eigen aandelen zijn inbegrepen alle beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (in totaal 31).
- d. Bijzondere bepalingen.
KLM Kledingbedrijven EHCO N.V.
Vervreemding van door de vennootschap gehouden eigen aandelen of certificaten daarvan geschiedt ingevolge een besluit van de algemene vergadering of door een ander vennootschapsorgaan dat daartoe door de algemene vergadering voor een bepaalde duur van ten hoogste vijf jaren is aangewezen. Bij het besluit tot vervreemding worden de voorwaarden van vervreemding bepaald.
(art. 8 lid 8)

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

Deze of een soortgelijke bepaling met de mogelijkheid van aanwijzing van een bepaald vennootschapsorgaan is in 5 statuten aangetroffen.

2. Door het bevoegde orgaan kan een besluit tot vervreemding van eigen aandelen alleen worden genomen:

	op voorstel van	onder goed- keuring van	in overleg met
prioriteit	2	38	-
bestuur	4	-	-
raad van commissarissen	-	112	-
algemene vergadering van aandeelhouders	-	4	-

Opmerkingen:

a. In enkele statuten kan een besluit tot vervreemding van eigen aandelen alleen genomen worden:

- op voorstel van het bestuur onder goedkeuring van de prioriteit en de raad van commissarissen
VERENIGDE MACHINEFABRIEKEN STORK N.V.

3

.....

Het vervreemden van de door de vennootschap verkregen eigen aandelen kan slechts geschieden op voorstel van de raad van bestuur met goedkeuring van de raad van commissarissen en van de eigenaar van het prioriteitsaandeel.

(art. 7 lid 1)

- door de algemene vergadering van aandeelhouders op voorstel van het bestuur en onder goedkeuring van de raad van commissarissen

1

b. Bijzondere bepalingen.

Center Parcs N.V.

De raad van bestuur besluit onder goedkeuring van de algemene vergadering, dan wel - indien de raad van bestuur is aangewezen als bevoegd tot uitgifte van aandelen, als bedoeld in artikel 4, lid 1 (bepaling m.b.t. uitgifte van aandelen, RPV), en tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht, als bedoeld in artikel 6, lid 5 (bepaling m.b.t. beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht, RPV) - onder goedkeuring van de raad van commissarissen, tot vervreemding van de door de vennootschap verworven aandelen in haar eigen kapitaal.

Bij zodanige vervreemding bestaat geen voorkeursrecht.

(art. 7 lid 2)

Macintosh N.V.

Vervreemding van door de vennootschap verkregen eigen aandelen kan slechts geschieden met goedkeuring van het overeenkomstig het bepaalde in artikel 7 lid 1 ten aanzien van de uitgifte van aandelen bevoegde orgaan. (in art. 7 lid 1 is de raad van commissarissen aangewezen voor een periode van vijf jaar; bij niet verlenging is de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd, RPV).

(art. 10 lid 5)

N.V. Beleggingsmaatschappij NEVAS

De directie besluit onder goedkeuring van de raad van commissarissen tot vervreemding van de door de vennootschap verworven aandelen in haar eigen kapitaal. Vervreemding van aandelen van een bepaalde soort kan slechts geschieden onder gelijktijdige vervreemding van een gelijk aantal aandelen van de andere soort.

.....

(art. 7 lid 2)

3. In de statuten van 25 vennootschappen zijn terzake van de vervreemding van eigen aandelen de statutaire bepalingen met betrekking tot de uitgifte van aandelen van overeenkomstige toepassing verklaard; in de statuten van 15 vennootschappen zijn uitsluitend de statutaire bepalingen met betrekking tot het voorkeursrecht van overeenkomstige toepassing verklaard; in 9 statuten zijn zowel de bepalingen met betrekking tot de uitgifte als die met betrekking tot het voorkeursrecht van overeenkomstige toepassing verklaard.

Naamloze Vennootschap W.A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek

De directie besluit onder goedkeuring van de raad van commissarissen en de prioriteit tot vervreemding van de door de vennootschap verworven aandelen in haar eigen kapitaal.

Ten aanzien van zodanige vervreemding zijn de artikelen 5 (uitgifte van aandelen, RPV) en 6 (voorkeursrecht, RPV) overigens van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat zodanige vervreemding, behalve indien het prioriteitsaandelen betreft, ook beneden pari zal kunnen geschieden en dat de bevoegdheid tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht toekomt aan de directie onder goedkeuring van de raad van commissarissen en de prioriteit.

(art. 6a. lid 2)

V.3.4.7. Verboden handelingen van de n.v. bij verkrijgen aandelen door anderen

De naamloze vennootschap mag niet, met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal of van certificaten daarvan, leningen verstrekken, zekerheid stellen, een koersgarantie geven, zich op andere wijze sterk maken of zich hoofdelijk of anderszins naast of voor anderen verbinden. Dit verbod geldt ook voor haar dochtermaatschappijen (art. 98c lid 1). Er zijn een tweetal uitzonderingen (aandelen door of voor rekening van werknemers en aandelen van kredietinstellingen).

Deze bepaling vormt tot op zekere hoogte het complement op de in de vorige paragraaf (V.3.4.6.) besproken 'verkrijging van eigen aandelen'. De memorie van toelichting⁶⁷ licht dit als volgt toe: De ervaring in andere landen leert dat wanneer de mogelijkheid tot inkoop van eigen aandelen beperkt wordt, de n.v.'s er soms toe overgaan in plaats daarvan anderen de aandelen te laten kopen, weliswaar niet voor rekening van de n.v., maar wel met van de n.v. geleend geld of met een garantie dat de

67) Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis IX, Art. 98c.

n.v. eventueel het koersverlies zal vergoeden^{*68}. Op deze wijze zou het vermogen van de vennootschap risico's lopen in verband met trans-acties in haar eigen aandelen zonder dat zij de beperkingen op de inkoop van eigen aandelen in acht behoeft te nemen. Dit is ongewenst, aldus de memorie van toelichting.

Het gevolg van deze bepaling is dat de nemers van de aandelen deze zelf zullen moeten financieren. Handelen in strijd met deze bepaling levert nietigheid op. De vraag rijst of overtreding van deze bepaling ook de nietigheid van de uitgifte tot gevolg heeft. Van Solinge^{*69} is van mening - een mening die ik deel - dat dit niet het geval is^{*70}. Op deze aandelen kan mijns inziens dus wel worden gestemd.

In dit verband is ook van belang art. 95 lid 3 waarin wordt bepaald dat, indien een ander een aandeel in eigen naam neemt doch voor rekening van de vennootschap, hij geacht wordt het voor eigen rekening te nemen.

V.3.4.8. Verkrijgen en houden van aandelen in de moedermaatschappij en stemrecht op aandelen gehouden door een dochtermaatschappij

De in paragraaf V.3.4.6. genoemde beperking van de verkrijging van eigen aandelen geldt ook voor een dochtermaatschappij (art.98d). Op eigen aandelen welke gehouden worden door een dochtermaatschappij kan geen stemrecht worden uitgeoefend (art. 118 leden 7 en 8). In dit verband wordt onder het begrip aandelen ook certificaten begrepen.

Deze bepalingen hebben tot gevolg dat dochtermaatschappijen niet langer als bevriende relatie kunnen optreden. Ook bij het wederzijds plaatsen van aandelen dient rekening gehouden te worden met het begrip dochtermaatschappij. In art. 76 (oud) werd onder andere als dochtermaatschappij beschouwd de rechtspersoon waaraan een naamloze vennootschap, alleen of tezamen met een dochter- of groepsmaatschappij, voor rekening van haarzelf of van een dochter- of groepsmaatschappij meer dan de helft van het geplaatste kapitaal verschaft of doet verschaffen. Onder deze oude bepaling kon indien een vennootschap voor 51 procent in een andere rechtspersoon deelnam, de ander voor niet meer dan 10 procent in de een deelnemen^{*71}. Bij de Wet houdende bepalingen voor de geconsolideerde

68) Een treffend voorbeeld hiervan - dat weliswaar dateert (1986/87) van na de datum waarop de memorie geschreven werd - is de Guinness zaak in Engeland. Zie hierover Nick Kocken en Hugh Pym, The Guinness Affair, anatomy of a scandal, Christopher Helm (Publishers) Ltd., 1987, Bromley, UK.

69) Van Solinge, TVVS 1982, blz. 59.

70) Van Schilfgaarde, 5e druk, blz. 76, stelt dat de enige sanctie op overtreding overigens is gelegen in artikel 8. De wederpartij van de vennootschap kan wellicht worden aangesproken uit art. 1401 B.W. Vanaf de zesde druk wordt niet meer gerefereerd aan deze sanctie.

71) Zie Van Solinge, TVVS 1982, blz. 59.

jaarrekening^{*72} is genoemd criterium komen te vervallen en een nieuw art. 24a toegevoegd. In dit artikel wordt thans onder andere als dochtermaatschappij van een rechtspersoon beschouwd een rechtspersoon waarin de rechtspersoon of een of meer van zijn dochtermaatschappijen, al dan niet krachtens overeenkomst met andere stemgerechtigden, alleen of samen meer dan de helft van de stemrechten in de algemene vergadering kunnen uitoefenen of meer dan de helft van de bestuurders of van de commissarissen kunnen benoemen of ontslaan, ook indien alle stemgerechtigden stemmen. Het hangt thans van de toepasselijkheid van deze bepaling af in hoeverre wederzijdse deelneming nog mogelijk is.

V.3.4.9. Kapitaalvermindering

De algemene vergadering van aandeelhouders kan besluiten tot vermindering van het geplaatste kapitaal door intrekking van aandelen of door het bedrag van aandelen bij statutenwijziging te verminderen (art. 99 lid 1). Voor een besluit tot kapitaalvermindering is een meerderheid van tenminste twee derden der uitgebrachte stemmen vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd (art. 99 lid 6). In paragraaf V.3.4.5. is reeds gewezen op de groepsvergadering.

Voor het 'terugdraaien' van emissies welke gedaan zijn als bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname komt een kapitaalvermindering door middel van intrekking van aandelen het meest in aanmerking. De betreffende aandeelhouder is daarvoor echter afhankelijk van een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit heeft de vraag doen rijzen of het ook mogelijk is de betreffende aandeelhouder een onvoorwaardelijk recht tot intrekking te geven. De EEG-Richtlijn gaf in art. 39 een voorziening met betrekking tot aflosbare aandelen^{*73}. De memorie van toelichting^{*74} vermeldt hierover dat geen aanleiding aanwezig is om in de regeling van de gedwongen intrekking van aandelen, in art. 99 lid 2, gebruik te maken van een van deze bijzonderheden. Dit neemt echter niet weg dat het wellicht wel mogelijk is constructies te maken waarmee nagenoeg hetzelfde resultaat kan worden bereikt^{*75}.

72) Wet van 10 nov. 1988, houdende bijzondere bepalingen voor de geconsolideerde jaarrekening, Stb. 517, in werking getreden op 25 nov. 1988. Zie hierover Handboek, No. 41.1.

73) Maschhaupt en Storm I, blz. 229.

74) Maeijer-Monée, Wetsgeschiedenis IXm-40.

75) Zie hierover Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 39; en Van Solinge, A.G., TVVS 1982, blz. 59.

V.3.4.10. Invloed op de praktijk - statutenonderzoek

De door de Aanpassingswet tweede richtlijn veroorzaakte beperking in de mogelijkheid van 'uitgifte van gewone aandelen' als beschermingsmiddel heeft hoogstwaarschijnlijk geen invloed gehad op het gebruik in de praktijk. Zoals aan het slot van paragraaf V.3.2.3. is geconstateerd, komen deze uitgiften na 1974 nauwelijks meer voor. De taak van de gewone aandelen is kennelijk overgenomen door de in de volgende paragrafen aan de orde komende preferente aandelen.

De Aanpassingswet tweede richtlijn heeft voor de gewone aandelen echter wel een aantal gevolgen dat van invloed kan zijn op de bescherming van de vennootschap tegen een overval of een onvriendelijke overname.

Bij uitgifte van aandelen is thans, zoals hiervoor reeds is opgemerkt, de hoofdregel dat deze geschiedt ingevolge een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders. In beginsel hebben aandeelhouders een wettelijk voorkeursrecht in geval van uitgifte van aandelen tegen storting in contanten.

Indien een overvaller of onvriendelijke overnemer over de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders beschikt^{*76} en geen rechtsgeldige aanwijzing (meer) van kracht is van een vennootschapsorgaan - anders dan de algemene vergadering van aandeelhouders - dat bevoegd is tot uitgifte van aandelen of afwijking van het voorkeursrecht, dan ligt het uiteraard voor de hand dat deze overvaller of onvriendelijke overnemer niet alleen voorstellen van het bestuur voor de in de vorige alinea bedoelde besluiten van de algemene vergadering kan tegenhouden, maar mogelijk ook tegen de zin van het zittende bestuur en de raad van commissarissen dergelijke besluiten kan forceren, tenzij wat laatstgenoemde situatie betreft, nadere voorzieningen in de statuten dit bemoeilijken, dan wel onmogelijk maken. Het onmogelijk maken of bemoeilijken kan geschieden door de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om zelf gewone aandelen uit te geven of bij uitgifte van gewone aandelen af te kunnen wijken van het voorkeursrecht aan banden te leggen, en wel in deze vorm dat een dergelijk besluit afhankelijk wordt gesteld van een voorstel of wordt onderworpen aan de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan^{*77}.

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om te besluiten tot uitgifte van aandelen en af te wijken van het voorkeursrecht het volgende resultaat opgeleverd:

76) Dit behoeft niet in te houden een meerderheid van het geplaatste kapitaal; zie vierde noot van paragraaf IV.1.6.1.

77) Dat dit toegestaan is blijkt uit de Aanpassingswet tweede richtlijn, memorie van antwoord, Kamerstukken 1979-1980, 15304, nr. 6, blz. 25; zie ook Richtlijnen 1986, Paragraaf 29.

1.

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij een besluit van de ava tot uitgifte van gewone aandelen alleen kan geschieden:			
		op voorstel van een ander vennootschaps- orgaan		onder goedkeuring van een ander vennoot- schapsorgaan	
		aantal	%	aantal	%
officiële markt	163	76	46,6	100	61,3
parallel- markt	43	22	51,2	26	60,5
totaal	206	98	47,6	126	61,2

Opmerking:

Aangezien bij beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal in de statuten moet zijn bepaald dat het bestuur bevoegd is aandelen in haar kapitaal uit te geven (artikel 76a lid 1 letter b), zijn deze vennootschappen (31 in totaal) in dit overzicht buiten beschouwing gelaten.

2. Een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot uitgifte van gewone aandelen kan uitsluitend genomen worden:

	op voorstel van	onder goedkeuring van
prioriteit	14	42
bestuur	73	-
raad van commis- sarissen	8	81
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	3	1
vergadering van houders van pre- ferente aandelen	-	1
houder van aandeel A	-	1

Opmerkingen:

- a. In een groot aantal statuten, welke verschillende soorten aandelen kennen, is voorts een bepaling als bedoeld in art. 96 lid 2 opgenomen, inhoudende dat voor de geldigheid van een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot uitgifte van aandelen een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep houders van aandelen van eenzelfde soort aan wier rechten de uitgifte afbreuk doet, vereist is.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

b. Bijzondere bepaling.

DE DRIE ELECTRONICS BEHEER N.V.

Voor het besluit van de algemene vergadering tot uitgifte van aandelen, tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing als bedoeld in het eerste of zesde lid van dit artikel, is een meerderheid van tenminste twee/derde der uitgebrachte stemmen vereist in een vergadering waarin niet minder dan de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.

De vennootschap legt binnen acht dagen nadat het besluit is genomen een volledige tekst daarvan neer ten kantore van het handelsregister.

(art. 6 lid 7)

3.

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen, waarbij een besluit van de ava tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij uitgifte van gewone aandelen alleen kan geschieden:			
		op voorstel van een ander vennootschaps- orgaan		onder goedkeuring van een ander vennoot- schapsorgaan	
		aantal	%	aantal	%
officiële markt	163	45	27,6	67	41,1
parallel- markt	43	17	39,5	18	41,9
totaal	206	62	30,1	85	41,3

Opmerkingen:

a. Aangezien art. 96a niet van toepassing is op beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (art. 96b) zijn deze vennootschappen (31 in totaal) in dit overzicht eveneens buiten beschouwing gelaten.

b. Bijzondere bepaling.

Geveke N.V.

(art. 4 lid 5)

(Voor de tekst zie paragraaf IV.1.9.4.)

4. Een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot het beperken of uitsluiten van het voorkeursrecht bij uitgifte van gewone aandelen kan uitsluitend genomen worden:

	op voorstel van	onder goedkeuring van
prioriteit	9	25
bestuur	47	-
raad van commissarissen	5	58
gecombineerde vergadering van bestuur en raad van commissarissen	1	1
houder van aandeel A	-	1

V.4. Preferente aandelen

V.4.1. Ontwikkeling

Aan het 'oneigenlijk gebruik' van de emissiebevoegdheid van gewone aandelen waren, zoals aan het slot van paragraaf V.3.2.3. is vermeld, verschillende bezwaren verbonden. Aan deze bezwaren (kostbaar, vaststellen van de juiste emissiekoers en kritiek van verschillende zijden) kan ten dele tegemoet worden gekomen door in plaats van gewone aandelen preferente aandelen te gebruiken*78.

De vennootschapspraktijk kent verschillende soorten preferente aandelen*79. Kenmerken van de preferente aandelen welke aangewend worden als bescherming tegen een overval of onvriendelijke overname zijn dat zij op naam luiden en - daargelaten of zij bij de winstverdeling en de verdeling van het liquidatiesaldo preferentie hebben boven de andere soorten aandelen - in ieder geval een beperkt winstrecht hebben en een beperkt recht op het liquidatiesaldo. Door het beperkte winstrecht te koppelen aan de marktrente en de uitkering van het liquidatiesaldo te beperken tot het gestorte bedrag, kan bereikt worden dat de waarde van de preferente aandelen te allen tijde nagenoeg gelijk blijft aan het op die aandelen gestorte bedrag. Het gevolg hiervan is dat de preferente aandelen nauwelijks of geen agio zullen hebben, hetgeen ook de mogelijkheid van gedeeltelijke volstorting vereenvoudigd. De storting wordt doorgaans beperkt tot het wettelijk minimum (25 procent). Deze kenmerken maken dat het plaatsen en nemen van preferente aandelen aanzienlijk minder kostbaar zal zijn dan het plaatsen en nemen van gewone aandelen, terwijl ook de emis-

78) Ook in de Verenigde Staten van Amerika worden preferente aandelen gebruikt als beschermingsmiddel 'poison pills'; zie hierover paragraaf VIII.2.4.1.2.(d).

79) Preferente aandelen, preferente winstdelende aandelen, cumulatief preferente aandelen, cumulatief preferente winstdelende aandelen. Op de ontwikkeling, verschijningsvormen, het rechtsregime en de toepassing van de diverse soorten preferente aandelen hoop ik in ander verband nog eens nader te kunnen ingaan.

siekoers geen punt van discussie behoeft te zijn. Aan een niet volgestort preferent aandeel is hetzelfde stemrecht verbonden als aan een volgestort gewoon aandeel van dezelfde waarde. Gevolg is dat met storting van eenzelfde bedrag met preferente aandelen meer stemrecht kan worden verkregen dan het geval geweest zou zijn met gewone aandelen. Deze preferente aandelen worden ook wel preferente beschermingsaandelen^{*80} genoemd, zulks in tegenstelling tot de preferente financieringsaandelen, waarmede wordt beoogd in de kapitaalbehoefte van de vennootschap te voorzien. Laatstgenoemde preferente aandelen worden doorgaans volgestort en hebben meestal niet een van de marktrente afhankelijke winstdeling. Of de hiervoor bedoelde preferente aandelen ook daadwerkelijk preferente beschermingsaandelen zijn zal van geval tot geval moeten worden bezien.

De preferente aandelen worden, zoals wij in paragraaf V.4.2. e.v. zullen zien de laatste jaren in hoofdzaak geplaatst bij financiële instellingen/institutionele beleggers en speciaal daarvoor opgerichte stichtingen. Aangenomen kan worden dat een financiële instelling/institutionele belegger zelf over voldoende middelen beschikt om zowel de eerste storting op de preferente aandelen als de obligo verplichting na te komen^{*81}. Voor genoemde stichting kan dit moeilijker zijn. De stichting zal zelf - doorgaans met behulp van een bank - voor financiering moeten zorg dragen. De stichting zal over de door haar te lenen gelden rente moeten betalen. De belangrijkste inkomstenbron voor de stichting is het dividend op de in haar bezit zijnde preferente aandelen. Wil deze inkomstenbron niet in gevaar komen - en daarmee de continuïteit van de lening - dan zal op de preferente aandelen ieder jaar een aan genoemde rente gerelateerd dividend moeten worden betaald, althans moeten worden opgebouwd. Dit laatste kan bereikt worden door aan de preferente aandelen preferentie en een cumulatieright toe te kennen.

Aan de algemene vergadering van aandeelhouders welke tot statutenwijziging moet besluiten om de preferente aandelen in de kapitaalstructuur van de vennootschap op te nemen, zal de reden van opneming - het beschermingskarakter - uitdrukkelijk worden medegedeeld^{*82}. Deze mededeling heeft tot gevolg dat te zijner tijd na uitgifte van de preferente aandelen in het kader van een bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname moeilijk de stelling verdedigd zal kunnen worden dat de uitgiftebevoegdheid voor een ander doel gebruikt is dan waarvoor zij is gegeven.

Voorzover thans bekend zijn preferente beschermingsaandelen voor het

80) Waar in het vervolg van dit hoofdstuk wordt gesproken over preferente aandelen worden daarmee uitsluitend preferente beschermingsaandelen bedoeld, tenzij het tegendeel blijkt.

81) Zie voor rendement en risico van financiële instellingen Van der Grinten, W.C.L., NV 60, blz. 38.

82) Francissen en Jansen, blz. 89; zie ook rapport van de VvdE, blz. 14. Als verplichting opgenomen in bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 1; zie over deze bijlage paragraaf IX.4.

eerst in statuten opgenomen in 1969^{*83}. De eerste uitgifte heeft, zoals wij in de volgende paragraaf zullen zien, in het begin van de jaren zeventig plaatsgevonden.

V.4.2. Toepassing in de praktijk

Het eerder genoemde als bijlage 2 opgenomen overzicht vermeldt ook de beursvennootschappen, die, voorzover ik heb kunnen nagaan, in de periode 1945 tot 1 januari 1988 als beschermingsmiddel of als strijdmiddel preferente aandelen hebben uitgegeven.

Zoals in de vorige paragraaf is vermeld, dateert het gebruik van uitgifte van preferente aandelen als zodanig van het begin van de jaren zeventig. Als strijdmiddel teneinde (i) 'bestaande machtsverhoudingen te beïnvloeden' is het sedertdien voorzover mij bekend, slechts een beperkt aantal malen gebruikt. Het gebruik in het kader van de bescherming voor (iii) 'het opheffen van de onafhankelijkheid' (agressief gebruik) ben ik niet tegengekomen^{*84}. Blijft als belangrijkste motief over de uitgifte van preferente aandelen (ii) 'ter afwering van een overval of een onvriendelijke overname' (defensief gebruik). Ook hier dient de opmerking gemaakt te worden dat over de indeling van enkele gevallen verschillend gedacht kan worden. Zo zal bij nagenoeg alle gevallen welke hieronder door mij gerangschikt zijn onder 'breken van de machtspositie' ongetwijfeld bij het bestuur en de commissarissen van de betreffende vennootschap de vrees hebben bestaan dat de meerderheids-groot-aandeelhouder te eniger tijd een openbaar bod zou doen, ook al werd dit niet met zoveel woorden gezegd, en in een enkel geval zelfs ontkend en in plaats daarvan ter geruststelling gesproken over een 'belegging'. Indien de vrees voor een openbaar bod terecht zou zijn geweest - hetgeen in een aantal van de genoemde gevallen

83) Plate, noemt op blz. 128 Océ-van der Grinten N.V. te Venlo, gevolgd door De Maatschappij voor Wasverwerking (Erdal) te Amersfoort. Francissen en Jansen, blz. 91, voegen hier aan toe 'Nog eerder was de Rijn-Schelde die al in jan/febr 1969 de mogelijkheid van uitgifte van niet volgestorte preferente aandelen creëerde; daarbij werd echter de nadruk gelegd op financieringsmotieven, terwijl het oogmerk van beveiligen in het geheel niet naar voren werd gebracht. Dat dit oogmerk desalniettemin meespeelde werd opgemerkt door H. Mock in een artikel in het Financieel Dagblad van 27 januari 1969.'

84) Er is gesteld dat dit het geval is geweest bij de uitgifte door Kluwer N.V. van preferente aandelen aan Wolters Samsom Groep N.V. (zie bijlage 2, no. 55) Gelet op enerzijds het aantal reeds uitstaande preferente aandelen (2.507.930) bij de Stichting tot behartiging van de belangen van Kluwer n.v. en de bij Wolters Samsom Groep N.V. (WSG) geplaatste preferente aandelen (1.992.070), en anderzijds de tussen WSG en de Stichting met betrekking tot deze preferente aandelen gemaakte stemafpraak (WSG zal het stemrecht op de preferente aandelen uitoefenen in overeenstemming met het doel van de Stichting), kan naar mijn mening niet gezegd worden dat Kluwer met de uitgifte van deze preferente aandelen haar onafhankelijkheid beoogde op te geven. Slagter, W.J., gaat er in zijn op 8 nov. 1988 gehouden diëssrede voor de Erasmus Universiteit Rotterdam, Macht en onmacht van de aandeelhouder; beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnames, blz. 42, van uit dat de Stichting preferente aandelen heeft overgedragen aan WSG, hetgeen niet juist is.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

aannemelijk lijkt - kunnen deze gevallen tevens ingedeeld worden bij (ii) 'ter afwering van een overval of onvriendelijke overname'.

V.4.2.1. Beïnvloeding bestaande machtsverhoudingen

1. 1973 KNSM Group N.V. (*)
(KNSM) - geleidelijke aankopen ter beurse door Jessel Europa N.V.;
- uitgifte aan Amstinnij B.V. (een gezamenlijke dochtervennootschap (joint-venture) van KNSM en Amsterdamse Droogdok Mij. N.V.).
2. 1978 Ballast-Nedam Groep N.V. (*) - geleidelijke aankopen ter beurse door Antillian Holding Company N.V. (meerderheidsaandeelhouder Ir. P.S. Heerema);
- o.a.*85 uitgifte aan een stichting.
3. 1982 Grand Hotel Krasnapolsky N.V.
(Krasnapolsky) - geleidelijke aankopen ter beurse door Merlant N.V.;
- uitgifte aan een stichting.
4. 1983 Furness N.V.
(Furness) - geleidelijke aankopen ter beurse door Network Holding B.V.;
- uitgifte aan een stichting.
5. 1985 Tapijtfabriek H. Desseaux N.V. (*)
(Desseaux) - geleidelijke aankopen ter beurse door Deutsche Linoleum Werke (DLW);
- uitgifte aan een stichting.

Worden de rechtspersonen aan wie de hiervoor genoemde uitgaven van preferente aandelen hebben plaatsgevonden, gegroepeerd, dan ontstaat het volgende beeld:

uitgegeven aan:	aantallen:	uitgegeven door
- gezamenlijke dochtervennootschap (joint-venture)	1 x	KNSM
- stichting	4 x	Ballast-Nedam; Krasnapolsky; Furness; Desseaux

In dit overzicht valt op dat institutionele beleggers en banken niet optreden als nemers van de preferente aandelen. In de meeste gevallen zijn

85) Ook uitgifte van gewone aandelen; zie paragraaf V.3.2.3. no. 10.

de preferente aandelen uitgegeven aan - speciaal daarvoor opgerichte - stichtingen^{*86}.

V.4.2.2. Afwerking van een overval of een onvriendelijke overname (defensief gebruik)

- | | |
|--|---|
| 1. 1970 Noordelijke Industrie voor Vezelverwerking N.V.
(Nove) | - voornemen openbaar bod door Clark and Fenn (Holdings) Ltd.;
- o.a. ^{*87} uitgifte cumulatief preferente aandelen ^{*88} aan Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N.V. (FIG) (converteerbaar in gewone aandelen). |
| 2. 1973 N.V. Koninklijke Delftsch Aardewerkfabriek "De Porcelayne Flees anno 1653" voorheen Joost Thooft en Labouchere (De Porcelayne Flees) | - onbekende koper;
- goedkeuring gevraagd aan de algemene vergadering van aandeelhouders voor het uitgeven van alle nog niet geplaatste (meer dan de helft van het geplaatste kapitaal aan gewone aandelen) preferente aandelen. |
| 3. 1973 N.V. AMEV
(Amev) | - preventieve bescherming;
- uitgifte ^{*89} aan Münchener Rückversicherungsgesellschaft. |
| 4. 1973 Ennia N.V.
(Ennia) | - preventieve bescherming;
- uitgifte ^{*90} aan Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft. |
| 5. 1973 Amfas Groep N.V.
(Amfas) | - preventieve bescherming;
- uitgifte aan Phs. van Ommeren N.V. (wederzijdse deelneming ^{*91}). |

86) De zgn. Stichting Bescherming Continuïteit.

87) Ook uitgifte van gewone aandelen aan een bank; zie paragraaf V.3.2.2. no. 4.

88) Dit zijn anders dan het overgrote deel van de hierna volgende preferente aandelen in feite zgn. preferente financieringsaandelen (volgestort), welke (tijdelijk) als beschermingsmiddel worden gebruikt.

89) Zie ook no. 16 van deze paragraaf.

90) Zie ook no. 9 van deze paragraaf.

91) Zie paragraaf V.3.2.2. no. 7.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- | | | | |
|-----|------|---|---|
| 6. | 1973 | N.V. Deli-Maatschappij
(Deli) | - preventieve bescherming;
- uitgifte cumulatief
preferente winstdelende
aandelen* ⁹² aan een bank en
een participatiemaatschappij. |
| 7. | 1974 | N.V. Rubber Cultuur Maat-
schappij "Amsterdam"
(RCMA) | - geleidelijke aankopen ter beurze
door de heer Leutscher;
- uitgifte beperkt cumulatief
preferente winstdelende aandelen
aan een bank. |
| 8. | 1978 | Hollandsche Beton Groep
N.V.
(HBG) | - onbekende koper/preventieve
bescherming;
- uitgifte aan een stichting. |
| 9. | 1982 | Ennia N.V.
(Ennia) | - preventieve bescherming;
- verdere uitgifte* ⁹³ aan
Schweizerische Rückversicherungs-
gesellschaft (tot 50% van het
geplaatste kapitaal). |
| 10. | 1983 | Reesink N.V.
(Reesink) | - voornemen openbaar bod door
Olivar Beheer B.V.;
- er waren reeds cumulatief
preferente aandelen* ⁹⁴
uitgegeven aan een
institutionele belegger. |
| 11. | 1983 | De Porceleynse Fles | - reden?
- uitgifte preferente aande-
len* ⁹⁵ aan Financierings-
maatschappij Industrieel
Garantiefonds. |
| 12. | 1983 | N.V. Beleggingsmaatschappij
Wereldhave (*) | - openbaar bod door Stichting
Pensioenfonds voor de
Gezondheid, Geestelijke en
Maatschappelijke Belangen (PGGM) |

92) Zgn. preferente financieringsaandelen (volgestort?). Als motief voor de uitgifte wordt financiering vermeld, doch volgens publicaties in de pers zouden de aandelen mede het karakter van bescherming hebben; FD 4 okt. 1973.

93) Zie ook no. 4 van deze paragraaf.

94) Zgn. preferente financieringsaandelen.

95) Zgn. preferente financieringsaandelen? In 1973 was reeds goedkeuring gevraagd aan de algemene vergadering van aandeelhouders voor uitgifte van preferente aandelen (zie no. 2 van deze paragraaf) en in 1981 waren gewone aandelen uitgegeven eveneens aan FIG; zie paragraaf V.3.2.2. no.9.

- en N.V. Pensioenverzekerings-
maatschappij DSM (PVM);
- o.a.*⁹⁶ uitgifte aan een stichting.
13. 1985 Assurantieconcern Stad Rotterdam anno 1720 N.V. (Stad Rotterdam)
- preventieve bescherming i.v.m. overvalgeruchten;
 - uitgifte aan Münchener Rückversicherung.
14. 1985 HBG
- hoge beursomzetten; onbekende koper;
 - uitgifte aan een stichting, alsmede optie voor verkrijging meerdere preferente aandelen aan dezelfde stichting.
15. 1985 Koppelpoort Holding N.V. (Koppelpoort)
- hoge beursomzetten; vrees voor overval;
 - uitgifte aan een stichting.
16. 1985 Amev
- preventieve bescherming;
 - verdere*⁹⁷ uitgifte aan Münchener Rückversicherungsgesellschaft.
17. 1986 Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V. (KLM)
- o.a. preventieve bescherming*⁹⁸;
 - optieverlening aan de Staat der Nederlanden.
18. 1986 Verenigde Machinefabrieken Stork N.V. (VMF Stork)
- preventieve bescherming;
 - optieverlening aan een stichting.

96) Ook uitgifte van gewone aandelen aan institutionele beleggers en hypotheekbank; zie paragraaf V.3.2.2. no.10.

97) Zie ook no. 3 van deze paragraaf.

98) Hoofddoel van de optieverlening is de Staat der Nederlanden in de gelegenheid te stellen meerderheidsaandeelhoudster te worden indien dat uit luchtvaartpolitiek oogpunt nodig en redelijk is, doch van de optie kan ook gebruik worden gemaakt ingeval het nodig is te voorkomen dat een persoon of onderneming of groep van personen of ondernemingen zich een zodanig aandeel in de KLM zou verwerven dat een ongewenste machtpositie in de algemene vergadering van aandeelhouders van de KLM wordt opgebouwd; zie Memorie van Toelichting Wetsontwerp Machtiging tot uitbreiding van deelneming in de N.V. Koninklijke Luchtvaart Maatschappij, Kamerstukken Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 1985-1986, Nr. 19421, blz. 3.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- | | | |
|-----------|---|---|
| 19. 1986 | N.V. Holdoh-Houtunie
(Holdoh-Houtunie) | - hoge beursomzetten; vrees voor overval;
- uitgifte aan een stichting. |
| 20. 1986? | Sanders Behang N.V.
(Sanders Behang) | - reden?
- uitgifte aan een stichting. |
| 21. 1987 | Kluwer N.V.
(Kluwer) | - openbaar bod door Elsevier N.V.;
- uitgifte aan een stichting en Wolters Samsom Groep N.V. |

Worden evenals aan het slot van de vorige paragraaf de rechtspersonen aan wie de hiervoor genoemde uitgiften van preferente aandelen hebben plaatsgevonden, gegroepeerd, dan ontstaat hier het volgende beeld:

uitgegeven aan:	aantallen:	uitgegeven door
- FIG	2 x	Nove; De Porceleyne Fles
- Institutionele belegger	4 x	Amev; Ennia; Reesink; Stad Rotterdam
- bevriende relatie	1 x	Amfas
- bank	2 x	Deli; RCMA
- participatiemij.	1 x	Deli
- Staat der Nederlanden	1 x	KLM (optie)
- beoogde fusiepartner	1 x	Kluwer
- stichting	7 x	HBG (en optie) Wereldhave; Koppelpoort; VMF Stork (optie); Holdoh-Houtunie; Sanders Behang; Kluwer

In dit overzicht vallen op enkele uitgiften of optieverleningen aan speciale partijen, hetgeen kennelijk op zichzelf staande gevallen zijn geweest. Uitgifte aan institutionele beleggers heeft viermaal plaatsgevonden, waarvan driemaal door verzekeringsmaatschappijen (die zelf als institutionele belegger beschouwd kunnen worden) en éénmaal betrof het een reeds bestaande financieel-economische deelneming. Uitgifte aan banken

vond tweemaal plaats^{*99}. In een groot aantal gevallen vond uitgifte plaats aan - speciaal daarvoor opgerichte - stichtingen. Door de VvdE worden eisen gesteld aan de onafhankelijkheid van een dergelijke stichting ten opzichte van de vennootschap die de preferente aandelen uitgeeft (uitgevende instelling)^{*100}.

In bijlage X bij het Fondsenreglement worden voorschriften gegeven aan wie preferente beschermingsaandelen niet mogen worden uitgegeven of overgedragen, dan wel met wie geen optie-overeenkomsten met betrekking tot deze aandelen mogen worden gesloten^{*101}. In deze bijlage wordt ook bepaald dat de doelomschrijving van een stichting dient te zien op de behartiging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Aan deze doelomschrijving mogen elementen worden toegevoegd, doch niet alleen het element 'zelfstandigheid' of 'onafhankelijkheid' of elementen met dezelfde strekking of alleen een combinatie van deze elementen^{*102}. Voorts wordt voorgeschreven de publicatie van de namen en functies van de bestuursleden van de stichting^{*103}. Op deze bijlage en de in werkingtreding daarvan wordt nader ingegaan in paragraaf IX.4.

V.4.3. Literatuur en rechtspraak

Over de toepassing van de uitgifte van preferente aandelen als beschermingsmiddel is sedert de introductie regelmatig geschreven^{*104}. Over het algemeen in beschouwende zin: de elementen, de voor- en nadelen op een rij zettend, al dan niet met een kritische kanttekening. Fundamentele

99) Evenals bij de uitgifte van gewone aandelen betreft het hier uitgiften omstreeks het begin van de jaren zeventig of eerder. Nadien komt uitgifte aan banken nauwelijks meer voor. Op aandrang van De Nederlandsche Bank N.V. werden de banken in 1973 terughoudender. Het onderwerp uitgifte van aandelen als bescherming is punt van discussie geweest in de Nederlandsche Bankiersvereniging. Naderhand hadden banken voor het opnemen van preferente beschermingsaandelen toestemming nodig van De Nederlandsche Bank N.V., waardoor plaatsing bij banken moeilijker werd; zie FD 19 juni 1973.

100) Zie hierover Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 19, Rapport van de VvdE, blz. 15 en bijlage X bij het Fondsenreglement (art. 2.2.a. en 2.2.b.).

101) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 2.1.

102) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 2.3.

103) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 2.4.

104) Literatuur voor Aanpassingswet tweede richtlijn: Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 161 e.v.; Literatuur voor Aanpassingswet tweede richtlijn, doch waarbij met komende wetwijziging reeds rekening werd gehouden: Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 225; Slagter, W.J., Uitgifte van aandelen bij de KNSM Group N.V., TVVS 1974, blz. 331; Francissen en Jansen, blz. 88 e.v.; Literatuur rond en na invoering van de Aanpassingswet tweede richtlijn: Van der Stap, J.P., Tweede EEG-richtlijn en de nieuwe wetgeving inzake emissie, verwerving van eigen aandelen en (Vervolg voetnoot op volgende p.)

kritiek is tot op heden alleen gekomen van de kant van Goudsmit^{*105}. Goudsmit concludeert dat de mogelijkheid om preferente aandelen toe te spelen aan bevriende relaties niet kan bijdragen tot een versterking van de positie van het bestuur. Preferente aandelen verlenen een voorrang aan de houders op de uit te keren winst. Hiervoor is volgens Goudsmit gaan enkel zinnig motief aanwezig, gezien de nagestreefde doeleinden en impliceert zelfs de mogelijkheid tot een waarlijke benadeling van de gewone aandeelhouders door mogelijke manipulaties met het voor de uitkering beschikbare deel van de winst. Preferente aandelen hebben met een storting van 10% volledig de stemrechten van een gewone aandeelhouder. De preferente aandeelhouders zitten voor een dubbeltje op de eerste rij, zonder dezelfde verplichtingen te hebben als de overige aandeelhouders, aldus Goudsmit. Goudsmit stelt tot slot dat er geen enkel motief is aan te voeren om preferente aandelen in plaats van gewone aandelen te emitteren, indien men bescherming nastreeft. Goudsmit ziet naar mijn mening in zijn betoog een aantal punten over het hoofd. In de eerste plaats dat aan de uitgifte van gewone aandelen een aantal nadelen zijn verbonden, welke in paragraaf V.3.2.3. reeds aan de orde zijn geweest. In de tweede plaats dat de kapitaalverschaffers met een preferent dividend minder risico lopen. Manipulaties met het voor de uitkering beschikbare deel van de winst hebben nauwelijks zin zolang de preferente aandelen een cumulatieve recht hebben, hetgeen bij een goede regeling het geval zal zijn^{*106}. Tegenover het vaste dividend - voorzover de uiteindelijke winst dat mogelijk maakt - staat dat de preferente aandeelhouders niet delen in de overwinsten welke met behulp van de op de preferente aandelen gestorte bedragen gemaakt worden, noch in een eventueel liquidatie-overschot boven het op de aandelen gestorte bedrag met een maximum van de nominale waarde van de aandelen. In de derde plaats hebben preferente aandeelhouders, anders dan Goudsmit meent, in beginsel wel dezelfde verplichtingen als de overige aandeelhouders (beide hebben in feite maar één verplichting en wel de volstorting van de aandelen, zij het dat de houders van preferente aandelen deze verplichting mogelijk op termijn hebben, de zgn. obligo verplichting). Blijft over het punt dat met een beperkte storting (thans 25%) op de preferente aandelen voor het volle nominale bedrag stemrecht wordt verkregen. Over de vraag of dit gewenst is of niet kan inderdaad

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

kapitaalvermindering bij NV's, TVVS 1978, blz. 330 e.v.; Maschhaupt en Storm I; Van Schilfgaarde, P., Het vennootschapsrecht en de tweede EEG-richtlijn, NV 57, blz. 127 e.v.; Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 37; Van Solinge, A.G., De statuten van de N.V. en de nieuwe bepalingen inzake kapitaal, TVVS 1982, blz. 53 e.v.; Dortmund, P.J., De overgang naar de artikelen 96 en 96a, Boek 2 BW, NV 61, blz. 61 e.v.; Perrick, S., De statuten van de besloten vennootschap onder de nieuwe wettelijke regeling voor het kapitaal, WPNR 5765, blz. 811 e.v.; Roos, P., Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 239; Van der Zanden II, blz. 543 e.v..

105) Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 161 e.v.

106) Zie paragraaf V.4.1.

verschillend worden gedacht^{*107}, doch dit is nu eenmaal het systeem van de wet. Plate^{*108} constateert dat hoewel de wetgever het niet volgestorte aandeel niet ter wille van de machtsuitoefening in de vennootschap in het leven heeft geroepen, een dergelijk gebruik ervan niet in strijd met de wet blijkt.

Anders dan bij de uitgifte van gewone aandelen is slechts in een beperkt aantal gevallen de rechtsgeldigheid van de uitgifte van preferente aandelen aan de rechter voorgelegd. De betreffende gevallen zijn eveneens met een (*) achter de namen van de vennootschap aangegeven, terwijl de vindplaatsen in de jurisprudentie ook in het als bijlage 2 opgenomen schema zijn vermeld. Bezien wij deze gevallen en de motieven welke aan de uitgiften ten grondslag hebben gelegen, dan valt ook hier op dat over de uitgiften van preferente aandelen waarbij sprake was van (i) 'beïnvloeding van bestaande machtsverhoudingen' in de meerderheid van de gevallen (drie van de vijf) is geprocedeerd. Twee van de drie procedures (Ballast Nedam en Desseaux) zijn echter reeds geroyeerd voor de uitspraak in eerste instantie. Over de (ii) 'uitgifte ter afwering van een overval' is evenals bij de gewone aandelen slechts eenmaal geprocedeerd.

Bezien wij de resultaten van de eindbeslissingen van de procedures, dan blijkt bij uitgiften:

- (i) teneinde bestaande machtsverhoudingen te beïnvloeden - de vorderingen in de enige procedure waarin een uitspraak is gedaan, zijn afgewezen (KNSM), en
- (ii) ter afwering van een overval of onvriendelijke overname - de vorderingen in de enige ingestelde procedure eveneens zijn afgewezen (Wereldhave).

In de zaak Wereldhave zijn door de President in kort geding (KG 1983, Nr. 307) de door PGGM en PVM gevraagde voorzieningen, ongeacht of de juridische beschouwingen van PGGM en PVM juist waren of niet, op grond van een belangenafweging geweigerd. Terzijde is overwogen dat de juridische beschouwingen van PGGM en PVM niet aannemelijk waren. De uitgifte van preferente aandelen als bescherming tegen een onvriendelijke overname blijft overeind. Dit is ook het geval in het latere vonnis van de rechtbank (Rb. 's-Gravenhage, 19 okt. 1984, WPNR 5748, 520)^{*109}.

In juli 1988 werden door HCS Technology N.V. (HCS) preferente aandelen uitgegeven aan de Stichting Continuïteit HCS Technology N.V. (de Stichting). Aanleiding tot deze stap vormde volgens HCS mededelingen van oppo-

107) Zie hierover ook paragraaf V.4.4.2.. Bloemsma, M.P., Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 229, is van oordeel dat de constructie te kunstmatig is om zich daarachter beschermd te voelen.

108) Plate, blz. 128.

109) Zie hierover ook Brenninkmeijer, A.M., Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 11.

nerende Britse aandeelhouders omtrent hun aandelenbezit, alsmede grote omzetten op de beurs, terwijl de oppositionele acties de kenmerken leken aan te nemen van een overval. De Britse aandeelhouders die deze lezing van HCS bestreden en het motief voor de uitgifte zochten in een meerderheidsstreven in de algemene vergadering van aandeelhouders van HCS in verband met een aandelentransactie tussen HCS en een door de directeur van HCS gecontroleerde vennootschap, stelden in kort geding een vordering in tot schorsing van het besluit tot uitgifte, zolang in een bodemprocedure over de geldigheid van de uitgifte niet zou zijn beslist en vorderden dat de Stichting zich zou onthouden van stemrecht op de preferente aandelen*110. De President van de rechtbank Amsterdam gaat in zijn uitspraak op 1 aug. 1988 (niet gepubliceerd - wel gepubliceerd is de uitspraak in de parallelzaak Pres. Rb Amsterdam, 1 aug. 1988, KG 1988, 341) slechts in op het bezwaar van eiseressen tegen de omstandigheid dat de directeur van HCS aan de transactie persoonlijk voordeel overhield. Hierover oordeelt de President dat na afweging van de belangen de gevraagde voorzieningen moeten worden geweigerd, omdat zij naar zijn oordeel ten onrechte zijn gebaseerd op de gedachte dat het door eiseressen verdedigde belang voorrang verdiende. Voor een beslissing over de door de President als juridisch-technisch betitelde argumenten van eiseressen is een nader (feiten-)onderzoek vereist, waarvoor in het kort geding geen plaats is. Ook in deze uitspraak wordt de uitgifte van preferente aandelen als beschermingsmiddel gesanctioneerd. De hierboven genoemde wel gepubliceerde uitspraak van de President in de parallelzaak is nagenoeg eensluidend.

V.4.4. Invloed Tweede EEG-Richtlijn

In paragraaf V.3.4. e.v. is reeds aan de orde geweest de invloed van de Aanpassingswet tweede richtlijn. Meer in het bijzonder is daarbij gekeken naar de gevolgen voor de uitgifte van gewone aandelen. In de volgende sub-paragrafen van deze paragraaf zal nader worden ingegaan op enkele speciale aspecten en de consequenties van de nieuwe wetgeving voor de uitgifte van preferente aandelen. Hierbij zal zoveel mogelijk dezelfde indeling worden aangehouden en worden aangesloten bij de tekst van paragraaf V.3.4. e.v.. Veel van de aldaar met betrekking tot de uitgifte van gewone aandelen gemaakte opmerkingen zijn ook van toepassing op de uitgifte van preferente aandelen.

V.4.4.1. Stortingsplicht

De aan preferente aandelen verbonden winstverdeling en de verdeling van het liquidatiesaldo kan in de statuten zo geredigeerd (beperkt) worden dat agio nauwelijks behoeft voor te komen, en zo agio ontstaat, het bescheiden bedragen betreft*111.

110) Zie hierover FD 8 en 29 juli 1988.

111) Indien een disagio ontstaat tengevolge van de in de statuten gehanteerde rentevoet of de financieel/economische omstandigheden waarin de vennootschap zich bevindt, dient in ieder geval het nominale bedrag op

(Vervolg voetnoot op volgende p.)

De minimale stortingsverplichting bedraagt, zoals in paragraaf V.3.4.1. reeds is opgemerkt, 25 procent (art. 69 lid 2 letter c en art. 80 lid 1). Bij uitgifte van preferente aandelen ter bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname zal de stortingsverplichting doorgaans beperkt blijven tot dit percentage.

Staal Bankiers N.V.

Bij het nemen van elk preferent aandeel A moet daarop ten minste een vierde van het nominale bedrag worden gestort.

(art. 8 lid 2)

Storting op prioriteitsaandelen en preferente aandelen A mag alleen in geld plaatshebben.

....

(art. 8 lid 3)

Verdere storting op preferente aandelen A geschiedt eerst nadat de vennootschap de storting zal hebben opgevraagd. Het opvragen van verdere storting heeft plaats krachtens besluit van de prioriteit.

(art. 8 lid 4)

V.4.4.2. Gelijkheid van aandeelhouders

De waarde van preferente aandelen zal, zoals in paragraaf V.4.1. is opgemerkt, nagenoeg gelijk gehouden kunnen worden aan de op die aandelen gestorte bedragen. Dit betekent dat nieuwe preferente aandelen doorgaans à pari kunnen worden uitgegeven. Op grond van een uitgifte à pari zal - anders dan wellicht bij gewone aandelen - uitgifte aan bepaalde bestaande aandeelhouders niet snel in strijd komen met de verplichting voor de vennootschap om aandeelhouders onderscheidenlijk certificaaathouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze te behandelen. Hier kan mogelijk anders over geoordeeld worden indien men het aan de preferente aandelen verbonden stemrecht beziet in samenhang met de gedeeltelijke storting^{*112}. Van Solinge^{*113} merkt in dit verband op dat misschien in strijd met het gelijkheidsbeginsel wordt gehandeld indien preferente aandelen worden geplaatst bij een houder van een bestaand pakket gewone aandelen, met het oogmerk deze aandeelhouder meer macht te verschaffen, zonder adequate verhoging van zijn kapitaaldeelname. Ik ben het in beginsel met Van Solinge eens. Veel zal echter afhangen van de feitelijke omstandigheden van het concrete geval.

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

de aandelen te worden gestort (art. 80 lid 1). Los hiervan bestaat uiteraard de mogelijkheid dat bedongen kan worden dat een deel, ten hoogste drie vierden, van het nominale bedrag eerst behoeft te worden gestort nadat de vennootschap het zal hebben opgevraagd (art. 80 lid 1, laatste zin). Zie ook paragraaf V.4.1.

112) Zoals door Goudsmit, J.J., wordt gedaan in Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 161 e.v.; zie hierover paragraaf V.4.3.

113) Van Solinge, A.G., TVVS 1982, blz. 58.

V.4.4.3. Uitgiftebevoegdheid

Voor de inwerkingtreding van de Aanpassingswet tweede richtlijn stelde de VvdE bij een statutenwijziging, waarbij ingevoerd werd dat het maatschappelijk kapitaal mede zou bestaan uit preferente aandelen, de eis dat twee bepalingen in de statuten werden opgenomen met de volgende strekking:

1. Voor de uitgifte van preferente aandelen is - behalve het besluit van het tot uitgifte van aandelen bevoegde orgaan - vereist de goedkeuring van de algemene vergadering indien en voorzover deze aandelen worden uitgegeven voor een bedrag dat hoger is dan de helft van het totaal bedrag der geplaatste gewone aandelen;
2. Indien de uitgifte van preferente aandelen geschiedt tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het totaalbedrag der geplaatste gewone aandelen, zal binnen vier weken na deze uitgifte een verklaring over de redenen daartoe worden gegeven in een daartoe bijeen te roepen algemene vergadering van aandeelhouders (de zgn. informatieve vergadering).

Met het inwerkingtreden van de Aanpassingswet tweede richtlijn heeft de VvdE de eis van het opnemen van de onder 1 genoemde bepaling laten vallen, zulks op grond van het feit dat de wet thans als hoofdregel bevat dat de algemene vergadering van aandeelhouders besluit tot het uitgeven van aandelen¹¹⁴. Voordien kon in de statuten bepaald worden dat een ander orgaan, b.v. het bestuur, daartoe bevoegd is. Tot op heden is echter in de praktijk gebleken, dat, in een groot aantal gevallen, of in de statuten, of door de algemene vergadering van aandeelhouders, deze uitgiftebevoegdheid voor de maximaal toegelaten termijn van vijf jaar wordt overgedragen aan een ander vennootschapsorgaan, met name aan het bestuur. Te dezer zake verwijs ik naar de in paragraaf V.3.4.3.1. vermelde resultaten van het statutenonderzoek met betrekking tot de gewone aandelen. In de statutaire bepalingen omtrent het vennootschapsorgaan dat bevoegd is tot uitgifte van aandelen te besluiten, wordt slechts in enkele gevallen onderscheid gemaakt tussen gewone en preferente aandelen.

Groothandelsgebouwen N.V.

Onder goedkeuring van de raad van commissarissen besluit de algemene vergadering dan wel de directie indien zij daartoe door de statuten of de algemene vergadering is aangewezen, tot uitgifte van gewone aandelen en prioriteitsaandelen. Onder goedkeuring van de raad van commissarissen besluit de algemene vergadering dan wel de directie indien zij daartoe door de statuten of de algemene vergadering is aangewezen, tot uitgifte van preferente aandelen. Indien de directie casu quo de prioriteit daartoe is aangewezen kan, zolang de aanwijzing van kracht is, de algemene vergadering niet tot uitgifte besluiten. (art. 4 lid 1)

Bij deze omzetting in een naamloze vennootschap is de directie voor de duur van vijf jaren aangewezen als bevoegd om onder goedkeuring van de raad van commissarissen over te gaan tot uitgifte van en/of het verlenen van rechten tot het nemen van alle gewone aandelen en is de prioriteit voor de duur van vijf jaren aangewezen als bevoegd om onder goedkeuring van de raad van commissarissen over te gaan tot uitgifte van en/of het verlenen van rechten tot het nemen van alle preferente aandelen. (art. 37 lid 1)

114) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 18.

Aangenomen kan worden dat de in genoemde paragraaf vermelde resultaten van het statutenonderzoek met betrekking tot de gewone aandelen eveneens in nagenoeg dezelfde omvang gelden voor de preferente aandelen. De op grote schaal in de praktijk toegepaste delegatie van de uitgiftebevoegdheid heeft de VvdE aanleiding gegeven voor te stellen de onder 1 genoemde bepaling in ere te herstellen*115.

In bijlage X bij het Fondsenreglement wordt bepaald dat een vennootschap geen besluit mag nemen tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie op deze aandelen) zonder voorafgaande, voor het specifieke geval verleende, medewerking van de algemene vergadering van aandeelhouders, indien daardoor een bedrag aan preferente beschermingsaandelen zou komen uit te staan dat groter is dan 50% van het bedrag der uitstaande overige aandelen*116. Deze bepaling geldt alleen voor nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen vanaf de dag van inwerkingtreding van de voorschriften van de bijlage tot 1 januari 1992. Per 1 januari 1992 zal voor deze vennootschappen een percentage van 100% gelden, indien er geen andere bescherming bestaat, of alleen in combinatie met prioriteitsaandelen, terwijl met ingang van dezelfde datum in geval van combinatie van preferente beschermingsaandelen en certificering dezelfde - hierna te noemen - regeling zal gelden als voor thans reeds tot de notering toegelaten vennootschappen*117.

Voor reeds tot de notering toegelaten vennootschappen geldt voor de uitgifte (en optieverlening) van preferente beschermingsaandelen een percentage van 100%, indien er geen andere bescherming bestaat, of alleen in combinatie met prioriteitsaandelen,*118. In geval van combinatie bij een reeds tot de notering toegelaten vennootschap van preferente beschermingsaandelen en certificering (X%-regeling), geldt het volgende. Indien bij de mogelijkheid tot uitgifte van 100% preferente beschermingsaandelen, tot invoering van beperkt royeerbare certificaten wordt overgegaan, zal de begrenzing tot 50% preferente beschermingsaandelen eerst gaan gelden, indien 70% van de gewone aandelen is gecertificeerd*119. Wanneer de mogelijkheid van uitgifte van preferente beschermingsaandelen wordt gecombineerd met certificaten van gewone aandelen, waarvan de royeerbaarheid is beperkt, zullen de beperkingen van de royeerbaarheid moeten worden opgeheven bij daadwerkelijke uitgifte van preferente beschermingsaandelen boven de grens van 50%*120.

115) Rapport van de VvdE, blz. 16.

116) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 4.

117) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepaling C.

118) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepaling B.ii.

119) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepaling B.iii.

120) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepaling B iv.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

In de bijlage wordt ook bepaald^{*121} dat binnen de vennootschap besluiten strekkende tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie daarop) van andere organen dan de algemene vergadering van aandeelhouders steeds onderworpen moeten worden aan de per specifiek geval te verlenen medewerking van de raad van commissarissen, zo de vennootschap een raad van commissarissen kent^{*122}. Voorts wordt voorgeschreven dat in de publikatie van de vennootschap welke het jaarverslag en/of de jaarrekening bevat, wordt vermeld aan wie preferente beschermingsaandelen zijn uitgegeven of overgedragen, respectievelijk met wie optieovereenkomsten zijn gesloten^{*123}.

Op deze bijlage en de in werkingtreding daarvan wordt nader ingegaan in paragraaf IX.4.

De hiervoor onder 2 genoemde eis is door de VvdE gehandhaafd^{*124}. Met het oog op de mogelijkheid dat, of de algemene vergadering, of een ander orgaan tot uitgifte bevoegd is, zal in veel gevallen de formulering zijn aangepast, in die zin dat alleen in het geval een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders besluit tot uitgifte van preferente aandelen de informatieve vergadering gehouden dient te worden.

GEVEKE ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.

(art. 5 lid 3)

(Voor de tekst van deze statutaire bepaling zie de volgende paragraaf)

Evenals bij een besluit tot uitgifte van gewone aandelen dient men bij een besluit tot uitgifte van op het verlenen van de in de volgende paragraaf aan de orde komende optie op preferente aandelen er op bedacht te zijn dat het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 van toepassing kan zijn, ook indien de uitgifte als verweer tegen een overval of onvriendelijke overname aan een speciaal daarvoor opgerichte stichting geschiedt^{*125}. Hetzelfde geldt voor de adviesbevoegdheid van de ondernemingsraad.

121) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 3.

122) Bij structuurvennootschappen is ingevolge het bepaalde in art. 164 een besluit van het bestuur omtrent de uitgifte van aandelen onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat bij de vennootschappen die geen structuurvennootschap zijn maar wel preferente beschermingsaandelen kennen (in totaal 40) een besluit tot uitgifte van aandelen - waarbij dan doorgaans geen onderscheid wordt gemaakt naar de soort van aandelen - door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders bij 12 vennootschappen is onderworpen aan de goedkeuring van de prioriteit, bij 15 vennootschappen aan de raad van commissarissen en bij 1 vennootschap aan de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen.

123) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 2.4.

124) Zo ook in bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 4.

125) Zie hierover 69e Verslag Fusiecode, tweede kwartaal 1988, blz. 9, nr. II.2.f.; zie ook laatste noot van paragraaf V.3.4.3.

V.4.4.3.1. Optie

Bij het verlenen of uitoefenen van opties is de vraag gerezen of de in de vorige paragraaf onder 2 genoemde informatieve vergadering eveneens gehouden moet worden bij het verlenen van de optie, het uitoefenen van de optie, in deze beide gevallen, of in het geheel niet.

Bij een groot aantal vennootschappen met preferente aandelen (71 van de 101 vennootschappen^{*126)} wordt in de statutaire bepaling, waarin de informatieve vergadering geregeld is, alleen gesproken over 'uitgifte van preferente aandelen'^{*127)}.

Schuitema N.V.

.....

Indien uitgifte van preferente aandelen geschiedt tot een lager nominaal bedrag dan de helft van het totale nominale bedrag van de geplaatste gewone aandelen, zal binnen vier weken na deze uitgifte een verklaring van de reden daartoe worden uitgegeven in een tot dat doel te beleggen algemene vergadering van aandeelhouders. (art. 5 lid 2)

In deze statutaire bepaling wordt niet gesproken over het besluit tot uitgifte van preferente aandelen, maar over uitgifte van preferente aandelen. Onder uitgifte moet in dit verband verstaan worden de rechtshandeling van uitgifte^{*128)}. Bij een besluit tot uitgifte vindt de uitgifte (het plaatsen en nemen) van de aandelen doorgaans gelijktijdig met of direct aansluitend aan het besluit tot uitgifte plaats. Bij het verlenen van een optie geschiedt de uitgifte eerst bij uitoefening van de optie. De in de hiervoor aangehaalde statutaire bepaling gebruikte formulering heeft tot gevolg dat de informatieve vergadering niet gehouden behoeft te worden bij het verlenen van de optie, doch pas binnen vier weken na uitoefening van de optie^{*129)}. In de meeste statuten waarin een soortgelijke bepaling als de onderhavige voorkomt, wordt deze bepaling niet van overeenkomstige toepassing verklaard op het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen of komt een 'van overeenkomstige toepassing verklaring' als

126) Zie paragraaf V.4.5. met betrekking tot de resultaten van het statutenonderzoek.

127) Zie in dit verband Perrick, S., De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 193.

128) Zie hierover Handboek, No. 164.1.; Maeijer, J.J.M., Emissie en inkoop van aandelen bij de b.v., in De besloten vennootschap, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut, deel 25, blz. 53 e.v. en 84, en idem, Levering en uitgifte op naam, in Aandelen, blz. 16.

129) Deze of een soortgelijke redenering is naar ik vermoed ook gevolgd door Schuitema N.V. bij het in februari 1988 verlenen van een optie tot het nemen van preferente aandelen aan de Stichting Bescherming Schuitema. Alhoewel in art. 5 lid 3 van de statuten van Schuitema (zie voor de tekst hierboven in deze paragraaf) is bepaald dat bij uitgifte van preferente aandelen (door het bestuur) binnen vier weken een informatieve vergadering dient te worden gehouden, is naar aanleiding van genoemde optieverlening geen informatieve vergadering gehouden; zie NRC Handelsblad 9 juni 1988.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

bedoeld in art. 96 lid 5 in het geheel niet voor.

Bij een aantal vennootschappen (15) komt behalve de bepaling, dat de informatieve vergadering van aandeelhouders gehouden moet worden in geval van 'uitgifte van preferente aandelen', ook de bepaling voor dat in geval van verlening van een optie de vergadering gehouden moet worden binnen vier weken na uitoefening van de optie.

GEVEKE ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.

Ingeval van uitgifte van preferente aandelen door een ander orgaan dan de algemene vergadering, zal binnen vier weken na de uitgifte een verklaring van de reden daartoe moeten worden gegeven in een algemene vergadering van aandeelhouders. Geschiedt de uitgifte aan iemand die een voordien reeds verkregen recht tot het nemen van preferente aandelen uitoefent, dan wordt een verklaring als hiervoor bedoeld binnen vier weken na de uitoefening van het recht afgelegd.

(art. 5 lid 3)

Bijzondere bepaling.

ICA HOLDING N.V.

Indien door de prioriteit wordt besloten tot het uitgeven van preferente aandelen dient binnen dertig dagen na de daadwerkelijke uitgifte een algemene vergadering van aandeelhouders te worden gehouden waarin een verklaring wordt gegeven van de redenen van uitgifte.

(art. 6 lid 6)

In bijlage X bij het Fondsenreglement wordt een en ander geüniformeerd met het voorschrift dat indien het besluit tot uitgifte of de optieverlening afkomstig is van een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders binnen vier weken na zodanige uitgifte, respectievelijk het verlenen van de optie, een algemene vergadering van aandeelhouders bijeengeroepen en gehouden dient te worden, waarin de motieven voor de uitgifte respectievelijk het verlenen van het recht worden toegelicht*130.

V.4.4.4. Voorkeursrecht

Tenzij de statuten anders bepalen hebben houders van gewone aandelen geen voorkeursrecht op uit te geven preferente aandelen (met een beperkt winstrecht/recht op het liquidatiesaldo), en hebben omgekeerd houders van preferente aandelen geen voorkeursrecht op uit te geven gewone aandelen (art. 96a leden 2 en 3).

IHC Caland N.V.

....

Houders van preferente aandelen hebben geen recht van voorkeur op uit te geven aandelen. Houders van gewone aandelen hebben geen voorkeursrecht op uit te geven preferente aandelen.

(art. 6 lid 1)

130) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 4; Zie over deze bijlage en de in werkingtreding daarvan paragraaf IX.4. Zie ook Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 20 en Rapport van de VvdE, blz. 16.

N.V. Koninklijke Bijenkorf Beheer KBB

De raad van bestuur kan onder goedkeuring van de raad van commissarissen bij een uitgifte van preferente aandelen B of preferente aandelen C bepalen of aan houders van de desbetreffende aandelen een recht van voorkeur wordt verleend of niet.
(art. 4 lid 4)

V.4.4.5. Groepsvergaderingen

Het in de memorie van toelichting genoemde voorbeeld^{*131} waarbij volgens de minister sprake is van 'afbreuk doen aan rechten' van de bestaande aandeelhouders, en derhalve een groepsbesluit noodzakelijk is, heeft betrekking op de uitgifte van preferente aandelen, en wel de uitgifte van aandelen met een hogere preferentie dan de bestaande preferente en gewone aandelen. Van der Grinten^{*132} betwijfelt naar mijn mening terecht of hierbij 'afbreuk wordt gedaan aan rechten'. Uitgifte van aandelen met hogere preferentie zal, zo schrijft hij, immers slechts kunnen geschieden indien de statuten dergelijke aandelen kennen. Betoogd kan worden dat aan geen recht afbreuk wordt gedaan aangezien de statuten in de mogelijkheid van uitgifte van super preferente aandelen voorzien. Voor een statutenwijziging waarbij super preferente aandelen als deel van het 'maatschappelijk' kapitaal worden opgenomen, geldt de bepaling van art. 96 niet. Immers art. 96 is een bepaling over uitgifte van aandelen, aldus Van der Grinten. Van Solinge^{*133} is geneigd geen afbreuk aan rechten aanwezig te achten indien preferente aandelen met een redelijk dividendpercentage naast de bestaande gewone aandelen worden uitgegeven^{*134}.

Ingevolge het bepaalde in art. 96 lid 2:

- a) is een groepsbesluit alleen vereist voor het besluit van de algemene vergadering tot uitgifte of tot aanwijzing (derhalve niet voor een besluit tot uitgifte van het aangewezen orgaan), en
- b) kan het groepsbesluit voorafgaand of gelijktijdig met het besluit van de algemene vergadering worden genomen.

ad a):

In het kader van een bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname zal uitgifte door de algemene vergadering slechts bij uitzondering voorkomen. In de regel gebeurt dit door het aangewezen orgaan. Bij het aanwijzen van het orgaan door de algemene vergadering zal het maatschappelijk kapitaal meestal wel preferente aandelen kennen, maar deze zijn op dat moment nog niet uitgegeven, zodat een groepsbesluit niet gevraagd kan worden.

131) Zie paragraaf V.3.4.5.

132) Handboek, No. 164, onder d.

133) Van Solinge, A.G., TVVS 82, blz. 58.

134) In tegenstelling tot Scholten, Y., in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 49, die in dit geval aanwezigheid van afbreuk verdedigbaar acht en daarmee de aanwezigheid van een onzekere factor constateert.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

Conclusie: zijn geen andere dan gewone aandelen uitgegeven dan komt bij uitgifte van preferente aandelen door een aangewezen orgaan, ook indien inmiddels reeds preferente aandelen zijn uitgegeven, een groepsvergadering niet aan de orde^{*135}.

ad b):

Indien wel reeds meerdere soorten aandelen zijn uitgegeven en ook een groepsbesluit vereist is, kan het groepsbesluit - gelet op het woord gelijktijdig - worden genomen in de algemene vergadering van aandeelhouders waarin het besluit tot aanwijzing of tot uitgifte wordt genomen.

V.4.4.6. Verkrijging van eigen aandelen

Op preferente aandelen zal doorgaans slechts 25 procent behoeven te worden gestort en ook zijn gestort. Alvorens inkoop mogelijk is, zal eerst moeten worden volgestort, hetgeen met het oog op de alsdan verschuldigde kapitaalsbelasting een kostbare aangelegenheid kan zijn. Op grond hiervan en mede gelet op de beperking van de inkoopmogelijkheid tot 10 procent van het geplaatste kapitaal, lijkt bij het 'terugdraaien' van de emissie van preferente aandelen de procedure van kapitaalvermindering door intrekking van deze aandelen, welke aan de orde is geweest in paragraaf V.3.4.9. en meer in het bijzonder voor preferente aandelen aan de orde komt in paragraaf V.4.4.9., een aantrekkelijker zaak, dan inkoop gevolgd door intrekking. Immers bij kapitaalvermindering kan naast terugbetaling de houder van preferente aandelen ook worden ontheven van de verplichting tot verdere storting.

V.4.4.7. Verboden handelingen van de n.v. bij verkrijgen aandelen door anderen, en

V.4.4.8. Verkrijgen en houden van aandelen in de moedermaatschappij en stemrecht op aandelen gehouden door een dochtermaatschappij

Deze beide paragrafen brengen ons op het punt wie de preferente aandelen kunnen nemen. Zoals wij in paragraaf V.3.4.8. hebben gezien leveren dochtermaatschappijen complicaties op en moet bij wederzijdse deelnemingen rekening gehouden worden met het begrip dochtermaatschappij. Uit het in paragraaf V.4.2.2. opgenomen overzicht blijkt dat na de invoering van de Aanpassingswet tweede richtlijn in hoofdzaak als nemers van aandelen zijn opgetreden: financiële instellingen/ institutionele beleggers en speciaal daarvoor opgerichte stichtingen. De financiële instellingen/institutionele beleggers zullen zelf over voldoende middelen beschikken om de vereiste stortingen te doen, zulks in tegenstelling tot de stichting. De stichting zal zelf voor de benodigde geldmiddelen voor de stortingen moeten zorgen. Hulp van de vennootschap daarbij staat op gespannen voet met art. 98c. Naar mijn mening is wel aanvaardbaar dat de vennootschap aan de stichting een eenmalige storting a fonds perdu doet ter bestrijding van haar kosten. Dit is naar mijn mening geen verboden handeling als bedoeld

135) In gelijke zin Van Schilfgaarde, P, Het vennootschapsrecht en de tweede EEG-richtlijn, NV 57, blz. 130.

in lid 1 van art. 98c. De stichting komt hiermede op eigen benen te staan. Het is voor mij de vraag of het jaarlijks betalen door de vennootschap van alle kosten van de stichting toelaatbaar is^{*136}. In dat geval blijft de stichting afhankelijk van de vennootschap, die op deze wijze in de gelegenheid is om, als haar dat geraden voorkomt, te trachten via de geldkraan^{*137} invloed uit te oefenen op het beleid binnen de stichting.

V.4.4.9. Kapitaalvermindering

Een besluit tot intrekking kan slechts betreffen aandelen die de vennootschap zelf houdt (b.v. door inkoop) of waarvan zij de certificaten houdt dan wel alle aandelen van een soort 'waarvan alle aandeelhouders instemmen' of waarvan voor de uitgifte in de statuten is bepaald dat zij kunnen worden ingetrokken met terugbetaling, of wel de uitgelote aandelen van een soort waarvan voor de uitgifte in de statuten is bepaald dat zij kunnen worden uitgeloot met terugbetaling (art. 99 lid 2 en 208 lid 2). De door mij tussen aanhalingstekens geplaatste woorden komen wel voor in art. 208 lid 2 en niet in art. 99 lid 2. Van der Grinten^{*138} is van mening dat hier sprake is van een vergissing van de wetgever. De bedoeling is niet geweest de regeling voor de vermindering van het geplaatste kapitaal voor de n.v. anders te doen zijn dan voor de b.v.. Volgens Van der Grinten ligt een analogische toepassing van het bepaalde in art. 208 op de n.v. in de rede^{*139}. Hiervan uitgaande kan intrekking van uitsluitend preferente aandelen plaatsvinden:

- a) indien de statuten hierin voorzien voordat de preferente aandelen zijn uitgegeven; en
- b) indien de statuten hierin niet voorzien met instemming van alle houders van preferente aandelen.

In verband met het feit dat op preferente aandelen doorgaans slechts 25 procent is gestort, is voor het 'terugdraaien' van een emissie van preferente aandelen van belang art. 99 lid 4, waarin een regeling is opgenomen omtrent de ontheffing van de verplichting tot (verdere) storting. Ingevolge deze wettelijke regeling moet zulk een ontheffing naar evenredigheid op alle aandelen geschieden, tenzij voor de uitgifte van een bepaalde soort aandelen (in casu de preferente aandelen) in de statuten is bepaald dat ontheffing kan geschieden uitsluitend op die aandelen; voor die aandelen geldt de eis van evenredigheid.

In de praktijk wordt bij een statutenwijziging, waarbij preferente aandelen in de kapitaalstructuur van de vennootschap worden opgenomen, nog wel eens een enkele keer verzuimd één of beide hiervoor vermelde bepa-

136) Anders: Van Solinge, A G , TVVS 1982, blz 59

137) 'Power of the purse', zie hiervoor ook paragraaf IV 1 5 1

138) Van der Grinten, W C L , Supplement behorende bij de 10e druk van het Handboek, No 165.

139) Idem Westbroek, W , De tiende druk van het Handboek Van der Heijden-Van der Grinten met supplement van Mr E L Joubert, NV 65, blz 178

lingen, welke betrekking hebben op een bepaalde soort aandelen (de preferente aandelen) voor de uitgifte van de preferente aandelen in de statuten op te nemen, hetgeen een kapitaalvermindering van alleen de preferente aandelen aanzienlijk kan bemoeilijken. Voor een besluit tot kapitaalvermindering is een meerderheid van tenminste twee derde der uitgebrachte stemmen vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd (art. 99 lid 6).

V.4.5. Statutenonderzoek

Zoals in de vorige paragrafen reeds aan de orde is geweest, kunnen preferente beschermingsaandelen in beginsel worden herkend aan de volgende vijf kenmerken:

- (i) luiden op naam;
- (ii) gedeeltelijke volstorting is mogelijk;
- (iii) ingeval van uitgifte door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders zal het bestuur een verklaring omtrent de reden van die uitgifte afleggen in de algemene vergadering van aandeelhouders, te houden binnen een bepaalde termijn van in de meeste gevallen vier weken.
- (iv) hebben een beperkt recht op dividend en een beperkt recht op het liquidatiesaldo;
- (v) het winstrecht is gekoppeld aan de marktrente (b.v. promessedisconto of gemiddelde prolongatiekoersen met een opslagpercentage);

Bij het statutenonderzoek zijn in het kapitaal van 115 vennootschappen preferente aandelen, van welke soort dan ook, aangetroffen. Van deze 115 vennootschappen hadden 84 vennootschappen preferente aandelen, waarbij alle vijf hiervoor genoemde kenmerken voorkwamen. Aangenomen is dat deze preferente aandelen preferente beschermingsaandelen zijn. Bij de preferente aandelen van 17 vennootschappen werden wel de kenmerken (i) t/m (iv) aangetroffen, doch niet de verplichting van het bestuur om een eventuele uitgifte in een algemene vergadering van aandeelhouders toe te lichten. Bij deze 17 vennootschappen is echter uit het aantal preferente aandelen (50% van het maatschappelijk kapitaal) of andere omstandigheden (openbare mededelingen of uitgifte in het kader van een vrees voor een overval of onvriendelijke overname) met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid af te leiden dat het ook daar om preferente beschermingsaandelen gaat. Van deze gegevens uitgaande zijn in totaal bij 101 vennootschappen preferente beschermingsaandelen aangetroffen. Hiervan hebben 6 vennootschappen daarnaast nog preferente financieringsaandelen.

1. Vennootschappen met preferente beschermingsaandelen.

	totaal aantal onderzochte statuten	preferente beschermingsaandelen	
		aantal	percentage
officiële markt	193	80	41,5
parallelmarkt	44	21	47,7
totaal	237	101	42,6

Opmerking:

Een afzonderlijke groep vormen de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (bmvk). Bij bmvk's dienen de aandelen, met uitzondering van aandelen waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden (prioriteitsaandelen^{*140}), te worden opgenomen in de prijscourant van een beurs (art. 76a lid 1, letter c). Deze eis van beursnotering geldt ook voor preferente aandelen^{*141}, reden waarom voor bmvk's preferente aandelen minder geschikt zijn als beschermingsmiddel. In de statuten van 2 bmvk's komen preferente beschermingsaandelen voor. De eis van beursnotering geldt niet voor prioriteitsaandelen. Een viertal bmvk's heeft in hun statuten de mogelijkheid opgenomen prioriteitsaandelen uit te geven voor een zodanig bedrag dat zij kennelijk de functie hebben van preferente beschermingsaandelen (o.a. blokkering van het doorbreken van de bij alle vier bmvk's aanwezige bindende voordrachten voor de benoeming van bestuurders en commissarissen)^{*142}.

VastNed N.V.^{*143}

Het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap bedraagt zevenentwintig miljoen gulden (f 27.000.000,—) en is verdeeld in tien (10) prioriteitsaandelen A, vijfhonderd negenendertigduizend negenhonderd negentig (539.990) prioriteitsaandelen B en twee miljoen éénhonderd zestigduizend (2.160.000) gewone aandelen, alle aandelen nominaal groot tien gulden (f 10,—)
(art. 4 lid 1)

.....

Uitgifte van prioriteitsaandelen A en B kan niet plaatsvinden indien en voorzover door die uitgifte het bedrag van het geplaatste kapitaal aan prioriteitsaandelen A en B de helft van het bedrag van het alsdan geplaatste kapitaal aan gewone aandelen zal overtreffen.

(art. 5 lid 1)

Bij uitgifte van prioriteitsaandelen B zal binnen vier weken na deze uitgifte een verklaring van de reden daartoe worden gegeven in een daartoe te beleggen algemene vergadering van aandeelhouders.

(art. 5 lid 4)

.....

Bij het nemen van een prioriteitsaandeel B moet daarop tenminste vijf en twintig procent (25%) van het nominale bedrag worden gestort.

(art. 6 lid 1)

140) Het is niet toegestaan prioriteitsaandelen statutair aan te duiden als preferente aandelen, ook niet wanneer zij preferent zijn; Richtlijnen 1986, Paragraaf 28.

141) Rb. 's-Gravenhage, 19 oktober 1984, WPNR 5748, blz. 520, (PGGM-PVM/Wereldhave). Zie ook Dortmund, P.J., De veranderlijkheid van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, WPNR 5748, blz. 509 e.v.

142) Het wil mij voorkomen dat het op deze wijze gebruik maken van de uitzondering voor prioriteitsaandelen - welke uitzondering op verzoek van Nederland in de Richtlijn is opgenomen - in strijd is met de kennelijke bedoeling van de betreffende bepaling. Een beroep op wetsontduiking zal vermoedelijk afstuiten op het feit dat de statuten aan de prioriteitsaandelen een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden.

143) Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

De prioriteits aandelen luiden op naam. (art. 9 lid 1)

Uit de vervolgens resterende winst wordt, voorzover mogelijk, op de prioriteits aandelen B een dividend uitgekeerd naar het hierna te noemen percentage van het op die aandelen verplicht gestorte bedrag. Het hiervoor bedoelde percentage is gelijk aan het gemiddelde van de prolongatiekoersen - gewogen naar het aantal dagen waarvoor deze koersen gelden - gedurende het boekjaar waarover de uitkering geschiedt, verhoogd met anderhalf, waarbij onder prolongatiekoers wordt verstaan de prolongatiekoers, welke wordt vastgesteld door de VvdE en gepubliceerd in haar officiële prijscourant.

(art. 27 lid 3).

Uit hetgeen na voldoening van alle schulden van het vermogen van de vennootschap is overgebleven wordt allereerst, voorzover mogelijk, aan de houders van prioriteits aandelen B uitgekeerd het op die aandelen gestorte bedrag, zomede een bedrag gelijk aan het percentage ten belope van het maximaal op die aandelen betaalbare doch niet betaalbaar gestelde dividend over het ten tijde van het besluit tot ontbinding laatst verstreken volle boekjaar benevens een bedrag gelijk aan het maximaal op die aandelen betaalbare dividend berekend over het op die aandelen gestorte bedrag naar tijdsgelang over de periode aanvangende per het begin van het boekjaar waarin het besluit tot ontbinding wordt genomen en eindigende per de datum waarop de betaling plaatsvindt, een en ander onder aftrek van hetgeen inmiddels reeds tussentijds wegens dividend op die aandelen betaalbaar mocht zijn gesteld.

.....
(art. 29 lid 4)

Eén bmvk heeft zowel beschermingsprioriteits- als preferente beschermings aandelen.

Wereldhave N.V.

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt vierhonderd miljoen gulden (f 400.000.000,--)

(art. 4 lid 1)

Het is verdeeld in aandelen van twintig gulden (f 20,--) en wel:

- tien miljoen (10.000.000) gewone aandelen;
- vijf miljoen (5.000.000) preferente aandelen;
- tien (10) prioriteits aandelen A;
- vier miljoen negenhonderdnegenennegentig duizend negenhonderdnegentig (4.999.990) prioriteits aandelen B.

(art. 4 lid 2)

De hiervoor bedoelde 3 bmvk's die alleen beschermingsprioriteits aandelen hebben, zijn niet opgenomen in het overzicht.

2. Laten wij alle bmvk's (31 in totaal) buiten beschouwing dan ziet het overzicht er als volgt uit.

	aantal onderzochte statuten	preferente beschermings- aandelen	
		aantal	%
officiële markt	163	78	47,9
parallel- markt	43	21	48,8
totaal	206	99	48,1

3. Vennootschappen met preferente beschermingsaandelen (inclusief de 2 bmvk's met preferente beschermingsaandelen) gesplitst naar structuurvennootschappen met het volledig regime en beperkte regime en vennootschappen van het gewone model.

	vennootschappen met beschermingspreferente aandelen	volledige structuur		beperkte structuur		geen structuur	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	80	53	66,3	-	-	27	33,7
parallelmarkt	21	8	38,1	-	-	13	61,9
totaal	101	61	60,4	-	-	40	39,6

4. Bedrag aan preferente beschermingsaandelen van het maatschappelijke kapitaal dat geplaatst kan worden, in percentages uitgedrukt ten opzichte van het bedrag aan geplaatste en mogelijk nog te plaatsen gewone aandelen van het maatschappelijke kapitaal.

verhouding preferente beschermingsaandelen t.o.v. de gewone aandelen in het maatschappelijke kapitaal	aantal vennootschappen
100%	67
<100% - >50%	20
50%	6
<50%	8
totaal	101

Opmerkingen:

- a. Dit overzicht geeft geen inzicht omtrent het bedrag aan preferente beschermingsaandelen dat vennootschappen nog kunnen plaatsen ten opzichte van het bedrag van de op 1 januari 1988 geplaatste gewone aandelen. Hiervoor zou het nodig zijn om na te gaan welk bedrag aan gewone aandelen bij iedere vennootschap daadwerkelijk op 1 januari 1988 geplaatst was. Een onderzoek op dit punt valt buiten het bestek van het aan dit boek ten grondslag liggende statutenonderzoek.

V. UITGIFTE VAN AANDELEN

- b. In enkele statuten is de bevoegdheid van het bestuur om preferente beschermingsaandelen uit te geven beperkt tot een bedrag gelijk aan de helft van het op het moment van uitgifte geplaatste bedrag aan gewone aandelen.

IHC Caland N.V.

Indien de directie is aangewezen als bevoegd om tot verdere uitgifte van preferente aandelen te besluiten, behoeft de directie bij uitgifte van preferente aandelen de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders en voor zover bij zodanige uitgifte deze aandelen worden uitgegeven voor een bedrag, dat hoger is dan de helft van het totaalbedrag der geplaatste gewone aandelen. Een goedkeuring als in de vorige zin bedoeld is slechts geldig gedurende drie maanden. (art. 4 lid 4)

AMVABEL N.V.

Uitgifte van preferente aandelen kan niet plaatsvinden indien en voorzover door die uitgifte het bedrag van het geplaatste kapitaal aan preferente aandelen en prioriteitsaandelen de helft van het bedrag van het alsdan geplaatste kapitaal aan gewone aandelen zou overtreffen. (art. 10 lid 9)

- c. Bijzondere bepaling.

N.V. Koninklijke Bijenkorf Beheer KBB

Tot het uitgeven van preferente aandelen C (preferente beschermingsaandelen, RPV) zal niet worden overgegaan zolang er met medewerking van de vennootschap uitgegeven niet-royeerbare certificaten van haar aandelen bestaan. (art. 4 lid 7)

5. Bij 39 (38,6%) vennootschappen is het dividend van de preferente beschermingsaandelen gekoppeld aan het promesse-disconto van de Nederlandsche Bank N.V. en bij 52 (51,5%) vennootschappen aan het gemiddelde van de prolongatiekoersen van de VvdE. Bij de overige 10 (9,9%) vennootschappen bedraagt het dividend een vast percentage of is het gekoppeld aan de wettelijke rente of het gemiddeld/basis rendement op staatsleningen. Het opslag percentage varieert; het hoogst aangetroffen percentage is 2 1/2.

Bijzondere bepaling.

Reesink N.V.

Het daarna resterende, hierna 'winst' te noemen, wordt aangewend als volgt:

- a. indien cumulatief preferente aandelen zijn uitgegeven komt aan de houders daarvan het met die houders voor de uitgifte overeengekomen percentage over het gestorte nominale bedrag hunner aandelen toe (behoudens vermeerdering of vermindering naar tijdsgelang bij tussentijdse uitgifte, inkoop of bijstorting) of zoveel minder als de winst toelaat.

(art. 13 lid 4)

Het komt mij voor dat deze bepaling in strijd is met het systeem van de wet. Het bedrag van de aan aandeelhouders van een bepaalde soort toekomstige winst moet mijns inziens uit de statuten blijken of op grond van een in de statuten opgenomen formulering objectief bepaalbaar zijn.

6. Bij 12 (11,9%) vennootschappen hebben de preferente beschermingsaandelen een cumulatieright.

Bijzondere bepaling.

KOPPELPOORT HOLDING N.V.

Indien over (het) voorafgaande (jaar)jaren geen uitkering op de preferente aandelen heeft plaatsgehad bestaat geen recht op aanvulling van achterstallig dividend indien wederom in enig jaar tot winstuitkering kan worden overgegaan. (art. 22 lid 4)

VI. STRUCTUURREGELING

VI.1. Inleiding - plaats in de wet en de statuten

De structuurregeling is in onze wetgeving ingevoerd in 1971*¹. De wet maakt onderscheid tussen vennootschappen waarop het zgn. volledige structuurregime (art. 153), en die waarop het zgn. beperkte structuurregime (art. 155) van toepassing is. Daarnaast biedt de wet de mogelijkheid de structuurregeling (het volledige structuurregime, het beperkte structuurregime of een mengvorm) vrijwillig op een vennootschap van toepassing te verklaren (art. 157).

Het volledige structuurregime is - nadat voldaan is aan het bepaalde in art. 154 (3 jaar onafgebroken inschrijving van de opgaaf als bedoeld in art. 153 lid 1 ten kantore van het handelsregister) - van toepassing op een vennootschap, indien:

- a) het geplaatste kapitaal der vennootschap tezamen met de reserves volgens de balans met toelichting ten minste 22,5 miljoen gulden*² bedraagt,
- b) de vennootschap, of een afhankelijke maatschappij, krachtens wettelijke verplichting een ondernemingsraad heeft ingesteld, en
- c) bij de vennootschap en haar afhankelijke maatschappijen, tezamen in de regel ten minste honderd arbeiders in Nederland werkzaam zijn.

Het beperkte structuurregime is van toepassing op een vennootschap, welke voldoet aan de hiervoor genoemde vereisten, doch waarin voor ten minste de helft van het geplaatste kapitaal wordt deelgenomen door onder andere een rechtspersoon waarvan de arbeiders in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn, of door afhankelijke maatschappijen daarvan, dan wel

1) Wet van 6 mei 1971, Stb. 289, tot wijziging van het Wetboek van Koophandel (voorzieningen met betrekking tot de structuur der naamloze en besloten vennootschap) met uitzondering van enkele onderdelen in werking getreden op 1 juli 1971. Zie omtrent de totstandkoming, een uitvoerige beschrijving, commentaar en verdere literatuur: Handboek, No. 29, 30, 42 e.v.; Rechtspersonen, Titel 3, Naamloze vennootschappen, inleiding titel 3, par. 1 no. 5, par. 2 no. 2, Afdeling 6, de raad van commissarissen bij de grote naamloze vennootschap, aantekeningen bij de artikelen 153 t/m 165; Slagter, paragraaf 5.3; Van Schilfgaarde, hoofdstuk 15; Sanders-Westbroek, Deel III.

2) Dit bedrag kan indien de prijsontwikkeling daartoe aanleiding geeft bij algemene maatregel van bestuur ten hoogste eenmaal in twee jaren opnieuw worden vastgesteld (art. 153 lid 4). Bij K.B. van 3 april 1987, Stb. 145, is het bedrag vastgesteld op 22,5 miljoen gulden m.i.v. 16 april 1987.

VI. STRUCTUURREGELING

volgens een onderlinge regeling tot samenwerking door een aantal van zulke rechtspersonen of maatschappijen (art. 155 lid 1).

Voorwaarde voor de vrijwillige toepassing van het structuurregime is dat de vennootschap, of een afhankelijke maatschappij een ondernemingsraad heeft ingesteld waarop de bepalingen van de Wet op de ondernemingsraden van toepassing zijn (art. 157 lid 1).

Het volledige structuurregime houdt het volgende in:

- a) commissarissen worden benoemd door de raad van commissarissen (art. 158 - coöptatiesysteem);
- b) de raad van commissarissen benoemt en ontslaat de bestuurders der vennootschap (art. 162);
- c) de raad van commissarissen stelt de jaarrekening vast (art. 163);
- d) een aantal (belangrijke) bestuursbesluiten zijn onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen (art. 164 lid 1).

Bij het beperkte structuurregime zijn de onder letters b en c genoemde art. 162 en 163 niet van toepassing; de in deze artikelen genoemde bevoegdheden blijven - op basis van het gewone model - bij de algemene vergadering van aandeelhouders berusten.

Bij vrijwillige toepassing van de structuurregeling^{*3} (art. 157) zijn verschillende mengvormen van de toepasselijke artikelen mogelijk. Art. 157 lid 1 tweede zin bepaalt dat art. 162, art. 163 of deze beide artikelen buiten toepassing mogen worden gelaten, in welk laatste geval een beperkt structuurregime ontstaat. Ingevolge het bepaalde in het tweede lid van art. 157 kan een vennootschap waarop het beperkte structuurregime verplicht van toepassing is de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van bestuurders en die tot vaststelling van de jaarrekening regelen overeenkomstig art. 162 en 163. De vraag is gerezen of het ook mogelijk is bij een vennootschap waarop het beperkte structuurregime verplicht van toepassing is vrijwillig slechts één van deze beide artikelen toe te passen. Alhoewel de wet in lid 2 van art. 157 niet de bewoording van lid 1 van art. 157: 'art. 162, art. 163 of deze beide artikelen' herhaalt kan noch uit de wetsgeschiedenis, noch uit het doel en de strekking van deze bepaling worden afgeleid dat de wetgever de bedoeling heeft gehad vrijwillige toepassing van slechts één van beide artikelen te verbieden, zodat aangenomen moet worden dat dit is toegestaan^{*4}. Het departement heeft zich in dergelijke gevallen aanvankelijk verzet tegen het van toepassing verklaren van alleen één van beide artikelen, doch heeft dit later wel toegestaan, zoals bij:

CREDIT LYONNAIS BANK NEDERLAND N.V.

(vennootschap waarop het beperkte structuurregime verplicht van toepassing is)

3) Zie voor de totstandkoming van art. 157 en de wijziging van dit artikel bij de Wet van 28 mei 1975, Stb. 274, in werking getreden op 2 juli 1975, Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 157, aant. 1 en 2, en de daar aangehaalde literatuur.

4) In gelijke zin Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC, Paragraaf 14, aant. 1.

De algemene vergadering van aandeelhouders benoemt de leden van de raad van bestuur en is bevoegd ieder lid van de raad van bestuur te ontslaan.

(art. 9 lid 2)

De door de raad van commissarissen vastgestelde jaarrekening wordt tezamen met de verklaring van de deskundige als bedoeld in lid 8, aan de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders ter behandeling en goedkeuring aangeboden. Deze stukken worden tijdig aan de ondernemingsraad overgelegd.

(art. 17 lid 4)

Zoals uit dit artikel blijkt stelt bij CREDIT LYONNAIS BANK NEDERLAND N.V. de raad van commissarissen de jaarrekening vast, doch worden de leden van de raad van bestuur niet benoemd en ontslagen door de raad van commissarissen maar door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Een besluit van de ondernemer tot het vrijwillig aanvaarden van het structuurregime is naar mijn mening onderworpen aan de adviesbevoegdheid van de ondernemingsraad (art. 25 lid 1 letter e van de Wet op de ondernemingsraden). Men zou kunnen denken dat in een dergelijk geval ook het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 van toepassing is. Immers, door vrijwillige aanvaarding van het structuurregime verkrijgen commissarissen tot op zekere hoogte zeggenschap over de onderneming of een gedeelte daarvan. Bij de verkrijging van deze zeggenschap vindt echter geen overdracht van vermogensrechten plaats^{*5}. Desgevraagd heeft de secretaris van de commissie voor fusieaangelegenheden medegedeeld dat de commissie zich op het standpunt stelt dat de fusiecode niet van toepassing is indien een vennootschap vrijwillig het structuurregime aanvaardt.

Indien op een vennootschap het volledige structuurregime van toepassing is, betekent dit dat ten opzichte van een vennootschap van het gewone model de bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders worden beperkt. Als zodanig heeft de structuurregeling een oligarchisch karakter. Voor een vennootschap waarop het volledige structuurregime van toepassing is, betreft het de volgende bevoegdheden:

- a. commissarissen worden niet benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders, doch door de raad van commissarissen^{*6};
- b. bestuurders worden niet benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders, doch door de raad van commissarissen^{*7};
- c. de jaarrekening wordt niet vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, doch door de raad van commissarissen. De jaarrekening behoeft vervolgens wel de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 163).

5) Zoals omschreven in Commentaar op het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, zesde druk, juli 1988, blz. 66; zie over zeggenschap en structuurvennootschappen ook blz. 68.

6) De bevoegdheid tot benoeming kan niet door enige bindende voordracht worden beperkt (art. 158 lid 2 laatste zin). Ook gedelegeerd commissarissen kunnen bij een structuurvennootschap niet door anderen dan de raad van commissarissen worden benoemd, tenzij commissarissen worden benoemd door de overheid; zie hierover Handboek, No. 281.1.

7) Deze bevoegdheid kan evenmin door enige bindende voordracht worden beperkt (art. 162).

VI. STRUCTUURREGELING

De bevoegdheid tot goedkeuring van besluiten van het bestuur, die ingevolge het bepaalde in art. 164 aan de raad van commissarissen toekomt, heeft geen oligarchisch karakter, omdat die bevoegdheid in beginsel niet toekomt aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Voor een vennootschap waarop het beperkte structuurregime van toepassing is, beperkt het oligarchisch karakter van de structuurregeling zich tot de onder letter a. genoemde benoeming van commissarissen.

Het gevolg van het oligarchisch karakter van de structuurregeling is dat bij vennootschappen waarop de volledige structuurregeling van toepassing is, de algemene vergadering van aandeelhouders geen beslissende invloed heeft op het beleid in de vennootschap; de zeggenschap ten aanzien van het beleid in de vennootschap is geconcentreerd bij het bestuur en de raad van commissarissen.

Het structuurregime is van rechtswege op een vennootschap van toepassing drie jaar na de hiervoor genoemde onafgebroken inschrijving van de opgaaf ten kantore van het handelsregister. Ingevolge het bepaalde in art. 165 is de vennootschap gehouden haar statuten met ingang van de dag dat het structuurregime op haar van toepassing is in overeenstemming te brengen met de alsdan toepasselijke regeling. Aangenomen kan worden dat alle ter beurse van Amsterdam genoteerde vennootschappen, die wettelijk verplicht zijn hun statuten aan de structuurregeling aan te passen, dit ook gedaan hebben. Daarnaast komen vennootschappen voor die vrijwillig het structuurregime (volledig, beperkt of in een mengvorm) hebben aanvaard. Door raadpleging van de statuten kan nagegaan worden welk regime op de vennootschap van toepassing is. De uit het statutenonderzoek verkregen gegevens komen in de volgende paragraaf aan de orde.

VI.2. Statutenonderzoek

Het statutenonderzoek heeft met betrekking tot de aanwezigheid van het volledige of beperkte structuurregime het volgende resultaat opgeleverd:

	totaal aantal onder- zochte statuten	volledige structuur		beperkte structuur		geen structuur	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	193	90	46,6	3	1,6	100	51,8
parallel- markt	44	11	25,0	-	-	33	75,0
totaal	237	101	42,6	3	1,3	133	56,1

Van de ter beurse genoteerde vennootschappen zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk). Op geen van deze bmvk's is de structuurregeling (volledig of beperkt) van toepassing.

Laten wij deze bmvk's buiten beschouwing dan ziet het overzicht er als volgt uit:

	aantal onderzochte statuten	volledige structuur		beperkte structuur		geen structuur	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
officiële markt	163	90	55,2	3	1,8	70	43,0
parallelmarkt	43	11	25,6	-	-	32	74,4
totaal	206	101	49,0	3	1,5	102	49,5

Zoals uit dit overzicht blijkt komt de beperkte structuurregeling slechts sporadisch voor (bij 3 vennootschappen^{*8}). Dit was te verwachten.

Voor het van toepassing zijn van het beperkte structuurregime - vrijwillige toepassing daargelaten - wordt, zoals hiervoor vermeld, de eis gesteld dat in de vennootschap wordt deelgenomen voor ten minste de helft van het geplaatste kapitaal door onder andere een rechtspersoon waarvan de arbeiders in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn, of door afhankelijke maatschappijen daarvan, dan wel volgens een onderlinge regeling tot samenwerking door een aantal van zulke rechtspersonen of maatschappijen. Dit betekent dat slechts een minderheidsbelang beschikbaar is voor notering ter beurse, hetgeen bij beursvennootschappen niet veel voorkomt.

VI.3. Het volledige structuurregime als beschermingsmiddel

Het feit dat bij een vennootschap, waarop het volledige structuurregime van toepassing is, enerzijds de invloed van de algemene vergadering van aandeelhouders beperkt is en anderzijds de zeggenschap ten aanzien van het beleid in de vennootschap geconcentreerd is bij het bestuur en de raad van commissarissen, is voor enkele schrijvers^{*9} aanleiding

8) OTRA N.V., N.V. Nationaal Bezit van Aandelen Vereenigde Glasfabrieken en Credit Lyonnais Bank Nederland N.V.. De statuten van laatstgenoemde vennootschap bevatten bovendien nog, zoals hiervoor in de eerste paragraaf van dit hoofdstuk is vermeld, een 'mengvorm' structuurregeling, in die zin dat art. 163 wel van toepassing is, doch art. 162 buiten toepassing is gelaten.

9) Goudsmit, J.J., Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TWVS 1973, blz. 166; Bakker, J.C.H., Beschermingskonstrukties naar Nederlands recht ter voorkoming van een beursoverval, doctoraal scriptie UVA december, 1986, blz. 13, 22 en 38. De VvdE is van mening dat het structuurregime tot een zeer aanzienlijke bescherming van het zittend bestuur leidt, Rapport van de VvdE, blz. 11.

VI. STRUCTUURREGELING

geweest te concluderen dat, alhoewel de structuurregeling niet bedoeld is als bescherming, het volledige structuurregime^{*10} op zichzelf al een zeer vergaande, zo niet voldoende, bescherming biedt tegen een overval of een onvriendelijke overname^{*11}. De vraag rijst in hoeverre deze conclusie juist is.

VI.4. Inbreuk op de structuurregeling en/of de positie van de zittende commissarissen

Bij de beantwoording van de vraag of het volledige structuurregime een voldoende bescherming biedt tegen een overval of een onvriendelijke overname, kan naar mijn mening onderscheid worden gemaakt tussen twee wijzen waarop getracht kan worden inbreuk te maken op de structuurregeling en/of op de positie van de zittende commissarissen, te weten:

1. het buiten werking stellen van de structuurregeling, en
2. het uitoefenen door de algemene vergadering van aandeelhouders van de bevoegdheden welke de structuurregeling aan haar toekent.

VI.4.1. Ad 1. Buiten werking stellen van de structuurregeling

Het buiten werking stellen van de structuurregeling kan in beginsel op twee manieren:

- (a) een vennootschap waarop eveneens (verplicht of vrijwillig) de structuurregeling (volledig of beperkt) van toepassing is of een afhankelijke maatschappij van zulk een vennootschap (dan wel twee of meer van zulke vennootschappen of maatschappijen volgens een onderlinge regeling tot samenwerking) verkrijgt de helft of meer van het geplaatste kapitaal van de betreffende structuurvennootschap (art. 153 lid 3 letter a en d), en
- (b) een (Nederlandse of buitenlandse) rechtspersoon waarvan de arbeiders in meerderheid buiten Nederland werkzaam zijn, of door afhankelijke maatschappijen daarvan (dan wel volgens een onderlinge regeling tot samenwerking door een aantal van zulke rechtspersonen of maatschappijen en vennootschappen als bedoeld in art. 155 lid 1 onder letter c) verkrijgt de helft of meer van het geplaatste kapitaal van de betreffende structuurvennootschap (art. 155).

De samentellings- en vrijstellingsregels in de structuurregeling zijn gekoppeld aan het criterium van de kapitaalverschaffing en niet aan dat

10) Bij het beperkte structuurregime speelt de bescherming die van dat regime uit kan gaan nauwelijks een rol. Immers, de benoeming van het bestuur geschiedt door de algemene vergadering van aandeelhouders en ook de jaarrekening wordt door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld. Bovendien is het beperkt structuurregime van toepassing indien tenminste de helft van het geplaatste kapitaal gehouden wordt door één andere rechtspersoon of afhankelijke maatschappij daarvan, dan wel volgens een onderlinge regeling tot samenwerking door een aantal samenwerkende rechtspersonen of maatschappijen. Dit is of kan een bescherming op zichzelf zijn, of is in het geheel geen bescherming.

11) Honee, H. J. M. N., Beschermingsconstructies, NV 66, blz. 157, is van mening dat het onjuist is wanneer de structuurregeling in het kader van een ongewenste overname als verdedigingslinie kan dienen.

van de zeggenschap^{*12}. Dit heeft tot gevolg dat in de hiervoor onder (a) en (b) genoemde gevallen de vrijstellingen ook van toepassing zijn indien de verkrijgende (structuur)vennootschappen (of afhankelijke maatschappijen daarvan) de helft of meer van het geplaatste kapitaal van de betreffende structuurvennootschap niet in aandelen maar geheel of gedeeltelijk in certificaten van aandelen verkrijgen. Het kapitaal wordt immers verschaft door de certificaa houders, terwijl het administratiekantoor de aan de gecertificeerde aandelen verbonden zeggenschap uitoefent^{*13}.

In het onder (a) genoemde geval is de zgn. gehele vrijstelling van de structuurregeling van toepassing, en in het onder (b) genoemde geval de zgn. gedeeltelijke vrijstelling. Op beide gevallen is de uitlooperperiode van 3 jaar van art. 154 niet van toepassing^{*14}. Alleen in geval (a) dient in het handelsregister doorhaling plaats te vinden van de indertijd gedane opgaaf dat de vennootschap aan de gestelde voorwaarden voor de structuurregeling voldeed. De doorhaling geschiedt door de vennootschap, doch kan eveneens geschieden op verzoek van een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van haar algemene vergadering van aandeelhouders of van de commissie van aandeelhouders (art. 28a, lid 2 Handelsregisterwet). Het komt mij voor dat het onderwerpen van een besluit tot aanwijzing van genoemde vertegenwoordiger door de algemene vergadering van aandeelhouders aan beperkende bepalingen in strijd is met doel en strekking van de structuurregeling. De wet regelt in art. 153 nauwkeurig wanneer een verplichting tot het doen van de opgaaf wel of niet geldt, en derhalve wanneer doorhaling dient te geschieden. Dit is een feitelijk gegeven. Van Schilfgaarde, blz. 305, leest - naar mijn mening terecht - de bepaling van art. 28a, lid 2 Handelsregisterwet zo dat de vennootschap in het zich voordoende geval tot doorhaling verplicht is^{*15}. Het komt mij voor dat het niet juist zou zijn dat, indien doorhaling geboden is, met het niet doorhalen de toepasselijkheid van de structuurregeling kan worden beïnvloed. Immers zolang de inschrijving niet is doorgehaald blijft (of wordt op termijn) de structuurregeling op de vennootschap van toepassing^{*16}. Het volledige structuurregime blijft in beide gevallen voor de vennootschap gelden zolang de statuten niet in overeenstemming zijn gebracht in geval (a) met de regeling van

12) Zie hierover Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 152 aant. 2. Zie in dit verband ook Maatman, R.H., De afhankelijke maatschappij in de structuurregeling, NV 65, blz. 235 e.v.

13) Zie hierover Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 153 aant. 10.

14) Slagter, blz. 280; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 154, aant. 4..

15) Zie ook Van Schilfgaarde, Geschillen bij de toepassing van de structuurregeling, in Geschillen in de onderneming, blz. 15 en Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 25.

16) Handboek, No. 44. Zie voor een statutaire bepaling waarin een besluit tot aanwijzing zowel afhankelijk is van een voorstel van een vennootschapsorgaan als onderworpen is aan een versterkte meerderheids- en quorum-eis paragraaf IV.1.9.4. Deze beperkingen zijn naar mijn mening in strijd met doel en strekking van de structuurregeling.

VI. STRUCTUURREGELING

het gewone model en in geval (b) met die van het beperkte structuurregime^{*17}. De mogelijkheid voor een overvaller of onvriendelijke overnemer om in een dergelijk geval een statutenwijziging te bewerkstelligen, waarbij de structuurbepalingen geheel of gedeeltelijk komen te vervallen, kan bemoeilijkt worden door in de statuten op te nemen dat de algemene vergadering van aandeelhouders een besluit tot statutenwijziging slechts kan nemen op voorstel van een ander vennootschapsorgaan, dan wel het besluit tot statutenwijziging te onderwerpen aan de voorafgaande goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan^{*18}.

De vraag is gerezen of art. 122 (bescherming verkregen rechten van derden) toepassing moet vinden ten opzichte van de ondernemingsraad indien het structuurregime niet langer op de vennootschap van 'toepassing' is (geval (a)) en de statuten vervolgens door een statutenwijziging worden aangepast aan die van het gewone model. Hierbij kan onderscheid gemaakt worden tussen vennootschappen waarop het structuurregime verplicht van toepassing was en die welke het structuurregime vrijwillig hebben aanvaard. Aangenomen wordt dat de ondernemingsraad in beide gevallen geen beroep kan doen op art. 122, doch bij het vrijwillig aanvaarden van het structuurregime wordt geadviseerd zekerheidshalve in de statuten een voorbehoud te maken^{*19}.

Is op een volledige structuurvennootschap de gehele of gedeeltelijke vrijstelling van de structuurregeling van toepassing en worden de structuurbepalingen niet door middel van een statutenwijziging geheel of gedeeltelijk uit de statuten verwijderd, dan dient aangenomen te worden dat zowel in geval (a) als in geval (b) de vennootschap het volledige struc-

17) Handboek, No. 43, laatste alinea en No. 44, een na laatste alinea; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 154, aant. 8. In zijn voordracht op het in jan. 1988 gehouden congres 'Aandelen' van het Instituut voor Ondernemingsrecht te Groningen heeft Van Schilfgaarde betoogd dat de hoofdregel moet zijn dat verplicht opgenomen statutaire structuurregels hun gelding verliezen met het vervallen van de wettelijke regeling. Een statutenwijziging waarbij het structuurregime uit de statuten wordt verwijderd is daarvoor naar zijn mening niet noodzakelijk. In de discussie heeft Van Schilfgaarde te kennen gegeven vooralsnog op zijn opvatting terug te komen; Aandelen, blz. 29 en 101 e.v.; zie ook Van Schilfgaarde, blz. 325 en 326. Zie hierover ook Van Mourik, M.J.A., Verwikkelingen rond aandelen, WPNR 5877, blz. 325. Langman, H., De structuurvennootschap na de overval, in Van vennootschappelijk belang, blz. 120.

18) Zie paragraaf IV.1.11.2. onder 2. Een andere mogelijkheid is om een besluit tot statutenwijziging afhankelijk te maken van een vergaande meerderheids- en quorum-eis. Zie Van der Grinten, W.C.L., De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 40, rechter kolom onderaan. Dit lijkt echter voor een beursvennootschap gelet op het absentisme van aandeelhouders op algemene vergaderingen van aandeelhouders een niet erg praktische oplossing, aangezien deze vennootschap ook om andere redenen (b.v. aanpassing doelomschrijving, kapitaalverhoging, etc.) haar statuten regelmatig zal moeten wijzigen.

19) Zie hierover Westbroek, W., Het redigeren van statuten van structuurvennootschappen, TVVS 1974, blz. 127; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 157, aant. 2 slot.

tuurregime vrijwillig aanvaardt*²⁰. Opmerkelijk hierbij is dat indien een besluit tot statutenwijziging alleen genomen kan worden op voorstel of onder voorafgaande goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders, de mogelijkheid bestaat dat de algemene vergadering van aandeelhouders aan een besluit om het volledige structuurregime te handhaven niet toekomt*²¹. Indien het betreffende vennootschapsorgaan ook geen voorstel tot statutenwijziging doet of een voorstel daartoe niet goedkeurt, kan door de algemene vergadering van aandeelhouders ook geen besluit tot statutenwijziging worden genomen. Alleen indien wel een voorstel tot statutenwijziging wordt gedaan, krijgt de algemene vergadering van aandeelhouders gelegenheid te besluiten tot aanvaarding of verwerping van het voorstel. De omgekeerde situatie, vrijwillige toepassing van het volledige of beperkte structuurregime, kan ook alleen met instemming van de algemene vergadering van aandeelhouders door middel van een statutenwijziging worden geëffectueerd. De vraag kan worden gesteld of het hiervoor bedoelde vennootschapsorgaan van een volledige structuurvennootschap, die op grond van de hiervoor genoemde gevallen een beroep kan doen op een volledige of gedeeltelijke vrijstelling, een door de algemene vergadering van aandeelhouders (lees: geslaagde overvalleur of onvriendelijke overnemer) van die vennootschap gewenste statutenwijziging, waarbij het volledige structuurregime komt te vervallen en de beperkte structuurregeling of de regeling van het gewone model wordt ingevoerd, blijvend kan tegenhouden, enkel en uitsluitend om een overvalleur of onvriendelijke overnemer buiten de deur te houden. Ik acht het verdedigbaar deze vraag ontkennend te beantwoorden, en wel omdat dit in strijd lijkt met doel en strekking van de structuurregeling, alsmede op grond van het bepaalde in art. 7. De wet bevat immers uitdrukkelijk een aantal gehele en gedeeltelijke vrijstellingen welke zijn opgenomen met het oog op vennootschapsstructuren zoals deze gevormd worden na de hiervoor onder (a) en (b) beschreven overnemingen. Het betreffende vennootschapsorgaan zal naar mijn mening de hiervoor genoemde statutenwijziging alleen dan kunnen tegenhouden, indien het andere overtuigende argumenten kan aanvoeren waarom het vrijwillige handhaving van het volledige structuurregime voor de vennootschap geboden acht*²².

20) Hierbij kan een bijzondere situatie ontstaan indien bij de betreffende vennootschap of een afhankelijke maatschappij daarvan om welke reden dan ook de ondernemingsraad ophoudt te bestaan of op de ondernemingsraad niet langer de bepalingen van de Wet op de ondernemingsraden van toepassing zijn, in welk geval de 'vrijwillige toepassing van de structuurregeling' haar gelding van rechtswege (zonder statutenwijziging) verliest (art. 157 lid 1 laatste zin); Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen art. 157, aant. 2; zie ook Van der Grinten, W.C.L., in een noot onder een beschikking van de minister van justitie, NV 56, blz. 69. en Slagter, W.J., in de rubriek 'Rechtspraak' vennootschapsrecht, Ontslag van een commissaris, TVVS 1987, blz. 74 linker kolom onderaan.

21) Zie over de mogelijkheid om in een dergelijk geval toch de statuten te wijzigen paragraaf IV.1.11.1.

22) Zie in dit verband ook Honée, H.J.M.N., Beschermingsconstructies, NV 66, blz. 157, die pleitbaar acht een wettelijke bepaling die directe of indirecte invloed van bestuurders en commissarissen op een besluit tot statutenwijziging dat is gericht tot terugkeer naar het normale regime, uitsluit.

VI.4.2. Ad 2. Uitoefening door de algemene vergadering van aandeelhouders van de bevoegdheden welke ingevolge de bepalingen van de structuurregeling aan haar toekomen

Met het uitoefenen van de bevoegdheden die de algemene vergadering van aandeelhouders op grond van de bepalingen van de structuurregeling heeft, kan de algemene vergadering van aandeelhouders trachten inbreuk te maken op de positie van de zittende commissarissen en op die wijze indirect invloed te krijgen op het beleid in de vennootschap.

De belangrijkste bevoegdheden zijn^{*23}:

- a. het recht van aanbeveling en bezwaar bij benoeming van commissarissen (art. 158 lid 4 en 6);
- b. benoeming van commissarissen indien alle commissarissen ontbreken (art. 159 lid 1);
- c. aanwijzing van een vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders om een verzoek tot ontslag van een commissaris in te dienen (161 lid 2);
- d. goedkeuring van de jaarrekening (art. 101 lid 3);
- e. instelling van een commissie van aandeelhouders (overdracht van bevoegdheden, vaststelling van het aantal leden, aanwijzing van de leden, bepaling van de duur en het ongedaan maken van de overdracht van bevoegdheden - art. 158 lid 11).

De vraag is gerezen of deze bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders voor beperking vatbaar zijn, en zo ja, met welke middelen. Deze vraag laat zich ten aanzien van genoemde bevoegdheden niet alle op dezelfde wijze beantwoorden. Ten tijde van de invoering van de structuurregeling, bestond ten aanzien van enkele van deze bevoegdheden hieromtrent geen duidelijkheid^{*24}. Thans wordt, zoals hierna zal blijken, aangenomen dat deze bevoegdheden niet voor beperking vatbaar zijn, behoudens de mogelijkheid om in sommige gevallen een versterkte meerderheids- en/of quorum-eis te stellen. Op genoemde vraag en enkele andere aan deze bevoegdheden verbonden aspecten welke verband houden met bescherming, wordt nader ingegaan in de volgende sub-paragrafen.

VI.4.2.1. Ad a) recht van aanbeveling en bezwaar bij benoeming van commissarissen

De algemene vergadering van aandeelhouders kan aan de raad van commissarissen personen voor benoeming tot commissaris aanbevelen. De algemene

23) Behalve aan deze bevoegdheden kan in dit verband ook nog gedacht worden aan het indienen van een verzoek tot enquête (art. 345), het - al dan niet na een voorlopig getuigenverhoor - in rechte vorderen van vernietiging van besluiten van andere organen van de vennootschap dan de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 11-13) en het via rechterlijke machtiging bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders teneinde van het bestuur inlichtingen te verkrijgen (art. 110 en 107).

24) Zie Cremers, blz. 147 e.v.; Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 130 e.v.; Francken, blz. 13 e.v.; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 9.

vergadering van aandeelhouders kan ook tegen een door de raad van commissarissen voorgenomen benoeming tot commissaris bezwaar maken (art. 158 lid 4 en 6)*²⁵.

Zijn de hiervoor genoemde aanbevelings- en bezwaarrechten van de algemene vergadering van aandeelhouders voor beperking vatbaar? In de wet wordt hieromtrent niets bepaald. Bij het tot stand komen van de structuurwet is aan deze vraag nauwelijks aandacht besteed. Het onderwerp is tijdens de parlementaire behandeling van de wet slechts op verschillende plaatsen zijdelings ter sprake gekomen. In de memorie van toelichting*²⁶ wordt dienaangaande opgemerkt:

Van de haar (de algemene vergadering van aandeelhouders, RPV) in het bijzonder bij de wet toegekende bevoegdheden - vaststelling van de jaarrekening, benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en commissarissen, statutenwijziging en ontbinding - zijn die omtrent benoeming en ontslag zeer dikwijls door oligarchische constructies sterk beperkt; men zie bijv. artikel 48a W.v.K. (thans art. 133, RPV), dat de bindende voordracht regelt. Dientengevolge kenmerkt het tegenwoordige systeem bij de grote vennootschappen zich reeds door een hoge mate van coöptatie. Men zou zelfs kunnen volhouden dat het vetorecht (bezwaarrecht, RPV), dat de S.E.R. ten aanzien van de commissarissenbenoeming aan de algemene vergadering van aandeelhouders - evenals aan de ondernemingsraad - wil toekennen, de positie van aandeelhouders bij vennootschappen met een sterk gespreid aandelenbezit eerder verzwakt; het vetorecht zal kunnen worden uitgeoefend bij eenvoudige meerderheid van stemmen, doch voor het breken van een bindende voordracht kan een meerderheid van twee derden der uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigende meer dan de helft van het kapitaal, zijn vereist, een voorwaarde waaraan bij deze vennootschappen bijna nimmer wordt voldaan.

De memorie van antwoord*²⁷ bevat de volgende passages:

Van een beknotting van de rechten der aandeelhouders-kapitaalverschaffers is in werkelijkheid nauwelijks sprake. Formeel wordt hun weliswaar de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van commissarissen en bestuurders ontnomen, doch in de praktijk is hun invloed op deze benoemingen en ontslagen reeds minimaal bij vele van de grote vennootschappen waarop de regeling van toepassing zal zijn, en wel mede ten gevolge van allerlei oligarchische constructies. Door een vetorecht, dat niet aan deze constructie kan worden onderworpen,

25) Voorts bepaalt art. 158 lid 8 dat het bezwaar van de algemene vergadering van aandeelhouders aan de raad van commissarissen onder opgave van redenen wordt medegedeeld en in het kader van de bezwaarprocedure bepaalt art. 158 lid 10 dat een verweerschrift kan worden ingediend o.a. door een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders. Alhoewel dit theoretisch gezien afzonderlijke bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders zijn, zou ik deze niet afzonderlijk willen spreken. Hiervoor geldt naar mijn mening hetzelfde als hierna wordt opgemerkt over het bezwaarrecht zelf.

26) Memorie van toelichting, blz. 9, rechter kolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-26 en 27.

27) Memorie van antwoord, blz. 4, rechter kolom en blz. 5, rechter kolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-54 en 57.

VI. STRUCTUURREGELING

wordt hun positie met betrekking tot de benoeming van commissarissen eerder versterkt dan verzwakt; dit is door de voorgestelde regeling van het verplichte periodieke aftreden en het tussentijds ontslag eveneens het geval met betrekking tot het ontslag van commissarissen.

.....

Dat de veiligheidsconstructies tegen overval door het ontwerp zouden worden aangetast, menen de ondergetekenden te moeten ontkennen. Certificering blijft mogelijk; certificaathouders komt geen stemrecht of vetorecht tegen benoelingen toe. Prioriteitsrechten verliezen weliswaar voor de vennootschappen waarop artikel 52h (thans art. 158, RPV) van toepassing zal zijn, hun betekenis ten aanzien van benoeming en ontslag van commissarissen en directie, doch dit brengt niet mede dat de aandeelhoudersvergadering de leiding der onderneming zal gaan benoemen, wat voor een overval toch wel een voorwaarde is. Aan een extra-bewapening tegen overval, hoe men daarover ook moge denken, bestaat, voor zover de ondergetekenden thans kunnen zien, dan ook geen behoefte en het gevaar van het zoeken van 'nieuwe wegen', zoals deze leden vrezen, achten zij niet groot.

In de nota naar aanleiding van het eindverslag^{*28} wordt het volgende opgemerkt:

Bij de opmerking inzake de verhouding tussen het vetorecht (voor een commissarissenbenoeming, RPV) en de oligarchische clausules mogen de ondergetekenden het volgende aantekenen. Volgens het ontwerp zullen oligarchische clausules in de vorm van bindende voordrachten zijn uitgesloten. Tot uitoefening van het vetorecht zal door de algemene vergadering met eenvoudige meerderheid van stemmen kunnen worden besloten, tenzij de statuten een versterkte meerderheid eisen (artikel 44d W.v.K.) (thans art. 120, RPV); hierin ligt een verschil met de bindende voordracht, die, tenzij de statuten een lager minimum stellen, slechts met een meerderheid van twee derden der stemmen, vertegenwoordigend meer dan de helft van het geplaatste kapitaal, kan worden doorbroken (artikel 48a W.v.K.) (thans art. 133, RPV).

In de literatuur wordt - of op grond van de strekking van de structuurregeling^{*29} en/of aan de hand van de hiervoor aangehaalde parlementaire discussie - aangenomen dat het recht van de algemene vergadering van aandeelhouders tot het doen van een aanbeveling niet kan worden gebonden aan een bindende voordracht en evenmin aan een voorstel of een goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan^{*30}. Ook het maken van

28) Nota naar aanleiding van het eindverslag, blz. 2; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-77.

29) Zie hierover o.a. Handboek, No. 286 en Van Schilfgaarde, blz. 312 en 313.

30) De Richtlijnen 1986 bepalen in Paragraaf 14 dat de statuten geen kwaliteitseisen voor commissarissen mogen bevatten (behoudens ontheffing). Zie over de totstandkoming van deze bepaling Westbroek, W. en Schulting, A.A., in Rechtspersonen, DRC 1986, Paragraaf 14, aant. 5. Het departement wuldigt hetzelfde standpunt ten aanzien van bestuurders van structuurvennootschappen met het volledige regime; zie hierover beschikking van de minister van justitie van 7 april 1987 inzake N.V. Koninklijke Delftsche Aardewerf fabriek 'De Porceleynse Fles anno 1653', NV 66, blz. 31.

(Vervolg voetnoot op volgende p.)

bezwaar kan niet worden gebonden aan een voorstel of een goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan.

Ten aanzien van de vraag of de aanbevelings- en bezwaarrechten wel kunnen worden beperkt door het stellen van versterkte meerderheids- en quorum-eisen zijn de meningen van de schrijvers verdeeld. In de memorie van toelichting wordt, zoals hiervoor weergegeven, vermeld dat het vetorecht zal kunnen worden uitgeoefend bij eenvoudige meerderheid van stemmen. Later zwakt de minister deze zienswijze af in de nota naar aanleiding van het eindverslag door toevoeging van de woorden 'tenzij de statuten een versterkte meerderheid eisen'. De richtlijnen bevatten dienaangaande geen voorschriften. Het departement heeft geen bezwaar tegen het opnemen van versterkte meerderheids- en quorum-eisen. Van der Grinten^{*31} is van mening dat het aanbevelingsrecht niet kan worden gebonden aan een quorum of aan een versterkte meerderheid. Zulke eisen frustreren naar de mening van Van der Grinten het uitoefenen van het aanbevelingsrecht en in het bijzonder een quorum-eis kan de uitoefening van de bevoegdheid in feite onmogelijk maken. Zij zijn in strijd met de strekking van de wettelijke regeling, aldus Van der Grinten. Idem ten aanzien van het bezwaarrecht. Uniken Venema^{*32} is daarentegen ten aanzien van het bezwaarrecht van oordeel dat een dwingende regel, zoals deze in de memorie van toelichting is geformuleerd, te weten dat een eenvoudige meerderheid steeds voldoende zal zijn, ongewenst en te absoluut is. In die gevallen waarin slechts een zeer gering percentage (bijvoorbeeld 4 of 5) van het geplaatste kapitaal op de algemene vergadering van aandeelhouders vertegenwoordigd pleegt te zijn, zou Uniken Venema een quorum-eis redelijk voorkomen. De minister heeft mogelijk naar aanleiding van deze opmerkingen van Uniken Venema zijn aanvankelijke zienswijze afgezwakt zoals hiervoor is weergegeven. Opmerkelijk daarbij is dat Uniken Venema meer in het bijzonder aan een quorum-eis denkt en de minister een versterkte meerderheid noemt. De overige schrijvers^{*33} die zich over dit onderwerp hebben uitgelaten,

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

Hollandsche Beton Groep N.V.

(volledige structuurvennootschap)

..... Leden van de Raad van Commissarissen kunnen ieder voor zich slechts aldus worden benoemd dat tenminste twee/derde van het aantal commissarissen Nederlander zijn. Verlies van de Nederlandse nationaliteit van een lid van de Raad van Commissarissen zal geen reden opleveren tot aftreden. (art. 11 lid 1)

31) Handboek, No. 286. In gelijke zin voor wat betreft de versterkte meerderheid Van Schilfgaarde, blz. 313. Anders: Lubbers, A.G., De algemene vergadering van aandeelhouders en de benoeming van commissarissen, in De nieuwe structuur, blz. 59.

32) Uniken Venema, C.AE., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 133.

33) Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 9.; Maeijer, blz. 125 en 126, idem, Herbezinning op de functie van commissarissen, in Het nieuwe vennootschapsrecht, blz. 34 en De verdeling van bevoegdheden tussen de diverse organen; oligarchische regelingen, in De nieuwe structuur, blz. 20.

zijn van mening dat ten aanzien van de uitoefening van beide rechten een versterkte meerderheidseis niet is toegestaan, doch een quorum-eis wel. Ik sluit mij aan bij de mening van Van der Grinten. Alhoewel in de onderhavige bepalingen geen uitzondering is gemaakt voor art. 120 ben ik van mening dat doel en strekking van de structuurregeling ten aanzien van de benoeming van commissarissen in het gedrang zouden kunnen komen indien genoemde rechten zouden kunnen worden beperkt door het stellen van versterkte meerderheids- en quorum-eisen.

Bij het statutenonderzoek zijn geen statuten aangetroffen waarin het aanbevelings- en bezwaarrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders bij benoeming van commissarissen op welke wijze dan ook wordt beperkt.

Door de algemene vergadering van aandeelhouders kan tegen een voorgenomen benoeming bezwaar worden gemaakt op de volgende drie gronden (art. 158 lid 6):

- a. procedurevoorschriften zijn niet behoorlijk nageleefd;
- b. de verwachting dat de voorgedragen persoon ongeschikt zal zijn voor de vervulling van de taak van commissaris;
- c. de verwachting dat de raad van commissarissen bij benoeming overeenkomstig het voornemen niet naar behoren zal zijn samengesteld.

Deze gronden zullen zich niet zo snel voordoen. De gevallen waarin bezwaar werd gemaakt en welke ter beoordeling werden voorgelegd aan de Sociaal-Economische Raad, thans de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam³⁴, zijn beperkt (een achttal)³⁵. De vraag rijst of een overvaller of onvriendelijke overnemer (die zijn deelneming niet als een tijdelijke belegging beschouwt) via het aanbevelings- en bezwaarrecht met succes een of meer plaatsen - voor zichzelf of een door hem aan te wijzen derde - in de raad van commissarissen kan opeisen³⁶. Ter onderbouwing van deze eis zal, naast bezwaren uit anderen hoofde, ongetwijfeld mede worden aangevoerd dat de raad van commissarissen zonder vertegenwoordiging van de groot- of meerderheids-aandeelhouder niet naar behoren zal zijn samengesteld. Deze stelling lijkt haaks te staan op een van de gewichtige argumenten voor invoering van het coöptatiesysteem bij commissarisbenoemingen, en wel het argument, dat de raad van commissaris-

34) Wet van 1 juli 1987, Stb. 336, houdende overdracht aan de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam van de taak van de Sociaal-Economische Raad ten aanzien van de beoordeling van bezwaren tegen commissarissenbenoemingen bij structuurvennootschappen, in werking getreden op 1 aug. 1987.

35) Zie hierover Slagter, blz. 289; Van Schilfgaarde, blz. 309 e.v.; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 20. Van Schilfgaarde, P., Geschillen bij de toepassing van de structuurregeling, in Geschillen in de onderneming, blz. 2 e.v. In de procedure welke op het maken van een bezwaar volgt, kan een verweerschrift worden ingediend door een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 158 lid 10). Dit recht van de algemene vergadering van aandeelhouders kan naar mijn mening om dezelfde reden als het aanbevelings-, bezwaar- en benoemingsrecht niet worden beperkt.

36) Zie in dit verband ook Langman, H., De structuurvennootschap na de overval, in Van vennootschappelijk belang, blz. 119.

sen een homogeen college dient te zijn, waarvan de leden zich niet geroepen voelen speciaal te letten op de belangen van één groepering maar op het belang van de onderneming in haar geheel^{*37}. De gronden waarop bezwaar gemaakt kan worden zijn echter, zoals hiervoor vermeld, ruim. Daarom moet naar mijn mening niet geheel uitgesloten worden geacht, dat mede op grond van bijzondere omstandigheden in een bepaald geval genoemde vraag bevestigend beantwoord kan worden, waarbij ik er dan van uitga, dat voor de functie van commissaris een in redelijkheid voor alle zittende commissarissen aanvaardbare persoon kan worden gevonden.

VI.4.2.2. Ad b) benoeming van commissarissen indien alle commissarissen ontbreken

Ontbreken alle commissarissen, dan geschiedt de benoeming door de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 159 lid 1). Bij het opnemen van deze bepaling heeft de wetgever vooral gedacht aan het geval dat op een vennootschap het structuurregime van toepassing wordt zonder dat de vennootschap een raad van commissarissen heeft. In een dergelijk geval dient een raad van commissarissen te worden benoemd, doch gezien het ontbreken van de raad van commissarissen is aansluiting gezocht bij de benoemingsprocedure van commissarissen bij het gewone model (art. 142)^{*38}.

Bij een bestaande structuurvennootschap zal een benoeming van commissarissen door de algemene vergadering van aandeelhouders wegens het ontbreken van alle commissarissen slechts bij uitzondering voorkomen. In het kader van een overval of onvriendelijke overname zou zich dit - theoretisch - kunnen voordoen in een situatie waarbij de raad van commissarissen zich niet kan verenigen met het standpunt van het bestuur en/of de ondernemingsraad ten opzichte van de overvaller of de onvriendelijke overnemer, dan wel met bepaalde besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders, met als uiteindelijk gevolg dat alle commissarissen hun zetel ter beschikking stellen.

De in de beide hiervoor genoemde gevallen te volgen procedure wordt uiteengezet in art. 159 lid 2 tot en met 4. Uit de tekst van de wet en de memorie van toelichting blijkt - mede door de van overeenkomstige toepassing verklaring van een aantal leden van art. 158 - dat de wetgever beoogd heeft waar mogelijk de benoemingsprocedure van commissarissen volgens de structuurregeling te volgen^{*39}.

37) Zie hierover Van Schilfgaarde, blz. 301.

38) Zie memorie van toelichting blz. 17, rechterkolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-Art. 52i (iii)-1.

39) Bij bezwaren tegen de benoeming van een commissaris kan in dit geval een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders zich wenden tot de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam. Dit recht van de algemene vergadering van aandeelhouders kan naar mijn mening om dezelfde redenen als het aanbevelings- en bezwaarrecht niet worden beperkt.

De wet laat zich niet uit over de vraag of deze bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders tot benoeming van commissarissen voor beperking vatbaar is. In de wetsgeschiedenis wordt wel het volgende opgemerkt^{*40}:

Bij de grote naamloze en besloten vennootschap zal voor oligarchische clausules betreffende benoeming en ontslag van commissarissen en directie geen plaats meer zijn; men zie de artikelen 52h lid 2, 52k en 52l van het ontwerp.

In deze passage ontbreekt echter een verwijzing naar art. 52i (het huidige art. 159). De richtlijnen bepalen niets omtrent de al dan niet toelaatbaarheid van beperkingen. De weinige schrijvers^{*41} die zich over dit onderwerp hebben uitgelaten, zijn, ondanks het feit dat art. 158 lid 2, waarin bepaald wordt dat de bevoegdheid tot benoeming niet door enige bindende voordracht kan worden beperkt, niet van overeenkomstige toepassing is verklaard, unaniem van mening dat ook in dit geval de benoemingsbevoegdheid niet gebonden kan worden aan een bindende voordracht, en ook niet aan een voorstel of goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan. Over de toelaatbaarheid van versterkte meerderheids- en quorum-eisen laten alleen Timmerman en Slagter^{*42} zich uit. Zij achten een quorum wel toegestaan, doch een versterkte meerderheid niet. Naar mijn mening geldt in dit geval hetzelfde als is opgemerkt bij de toelaatbaarheid van versterkte meerderheids- en quorum-eisen bij het aanbevelings- en bezwaarrecht; zij zijn in strijd met doel en strekking van de structuurregeling.

Bij het statutenonderzoek zijn geen statuten aangetroffen waarin de benoemingsbevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders bij ontbreken van alle commissarissen, op welke wijze dan ook is beperkt.

VI.4.2.3. Ad c) aanwijzing van een vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders om een verzoek tot ontslag van een commissaris in te dienen

De ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam kan op een desbetreffend verzoek een commissaris ontslaan wegens verwaarlozing van zijn taak, wegens andere gewichtige redenen of wegens ingrijpende wijziging der omstandigheden op grond waarvan handhaving als commissaris redelijkerwijze niet van de vennootschap kan worden verlangd (art. 161 lid 2). Het verzoek kan onder meer worden ingediend door een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders.

De wet laat zich niet uit over de vraag of het besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot aanwijzing van een vertegenwoordiger op enige wijze aan een beperking kan worden onderworpen. In de hiervoor (onder ad b) aangehaalde passage uit de memorie van antwoord staat ver-

40) Memorie van antwoord, blz. 13 linkerkolom.

41) Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 159, aant. 2; Francken, J.Ch., Aanpassing van statuten aan de structuurwet, TVVS 1972, blz. 192.

42) Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 159, aant. 2.

meld dat bij de grote naamloze en besloten vennootschap voor oligarchische clausules geen plaats meer zal zijn; men zie de artikelen 52 h, 52 k (thans art. 161) en 52 l van het ontwerp. De meningen van de schrijvers zijn ook op dit punt verdeeld. Uniken Venema^{*43} is van oordeel dat ten aanzien van een besluit van de algemene vergadering tot het inleiden van een ontslagprocedure ten aanzien van commissarissen oligarchische regelingen in beginsel wel mogelijk dienen te blijven. Timmerman en Slagter^{*44} zijn daarentegen van mening dat dit zich met de wettelijke regeling niet verdraagt. Naar mijn oordeel kan genoemd besluit - evenals het aanbevelings-, bezwaar- en benoemingsrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders - op geen enkele wijze worden beperkt; dit zou, zoals ik eerder heb opgemerkt, mijns inziens in strijd zijn met doel en strekking van de structuurregeling.

Bij het statutenonderzoek zijn geen statuten aangetroffen waarin de aanwijzing van een vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders om een verzoek tot ontslag van een commissaris in te dienen op welke wijze dan ook wordt beperkt.

VI.4.2.4. Ad d) goedkeuring van de jaarrekening

De door de raad van commissarissen vastgestelde jaarrekening (art. 163) moet worden goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 101 lid 3).

Kan de bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om de jaarrekening goed te keuren worden beperkt? In de wet wordt hierover niets bepaald. Ook de wetsgeschiedenis geeft nauwelijks aanknopingspunten. In het rapport van de Commissie Vennootschapsrecht, dat als bijlage is gevoegd bij de memorie van toelichting, wordt alleen met betrekking tot de vaststelling van de jaarrekening door de raad van commissarissen opgemerkt^{*45}:

Ook met betrekking tot de vaststelling van de jaarrekening kunnen geen bevoegdheden aan houders van prioriteitsaandelen worden toegekend. De vaststelling is een bevoegdheid van de raad van commissarissen die hieromtrent bij volstreekte meerderheid van stemmen beslist en die niet gebonden kan worden aan de medewerking van enig ander orgaan.

43) Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 141. In gelijke zin Cremers, blz. 153 die de mogelijkheid van creatie van prioriteitsrechten aanwezig acht. Zie ook antwoord op vragen vennootschapsdag, TVVS 1971, blz. 213 en 214.

44) Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 161, aant. 3. In gelijke zin Van Schilfgaarde, blz. 315, ten aanzien van een goedkeuringsregeling en een versterkte meerderheidseis, doch hij laat zich niet uit over een quorum-eis. Gedeeltelijk anders: Slagter, blz. 293, waar hij schrijft dat art. 161 lid 2 niet verbiedt, dat een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders om bij de ondernemingskamer een verzoek in te dienen om een commissaris tussentijds te ontslaan, in de statuten aan beperkingen ten aanzien van quorum en gekwalificeerde meerderheid wordt onderworpen.

45) Memorie van toelichting, blz. 24 rechter kolom.

Over de goedkeuring van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt niet gesproken. De richtlijnen^{*46} schrijven voor dat besluiten waarbij de jaarrekening wordt vastgesteld niet mogen worden onderworpen aan de goedkeuring van enig vennootschapsorgaan of van derden. Voorts mag niet worden bepaald dat voorschriften of bindende voorstellen voor de jaarrekening of voor enige post daarvan mogen worden gegeven^{*47} Alhoewel de richtlijnen zwijgen over goedkeuring van de jaarrekening bij een structuurvennootschap kan aangenomen worden dat hiervoor hetzelfde geldt^{*48}. Door het departement wordt de statutaire bepaling dat de vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening met een versterkte meerderheid van stemmen of met algemene stemmen moet geschieden, toegelaten. Ook tegen een quorum-eis heeft het departement geen bezwaar. De meningen van de schrijvers die zich in dit verband over de al dan niet toelaatbaarheid van versterkte meerderheids- en quorum-eisen hebben uitgelaten, zijn verdeeld. Van der Grinten^{*49} is van mening dat niet met de wet in strijd is, dat de statuten een versterkte meerderheid voorschrijven of een quorum-eis stellen. Cremers^{*50} acht geen enkele reden aanwezig het besluit tot goedkeuring van de jaarstukken te bemoeilijken. Maeijer^{*51} neemt een tussenstandpunt in, in die zin, dat hij onder het oude recht en bij vennootschappen van het gewone model reeds uiterst dubieus acht of ten aanzien van de vaststelling van de jaarstukken een versterkte meerderheid kan worden geëist. Een quorum vindt hij binnen zekere grenzen nog wel aanvaardbaar^{*52}. Naar mijn mening zou de wetgever indien hij de bedoeling heeft gehad versterkte meerderheids- en quorum-eisen niet toe te laten, dit, gelet op de bepaling van art. 120, uitdrukkelijk hebben moeten bepalen, hetgeen niet is geschied. Tegen dit argument kan worden ingebracht dat niet alleen gekeken moet worden naar de individuele wetsartikelen en het systeem van de wet, maar vooral naar doel en strekking van de betreffende regeling, zoals zulks onder andere ook gedaan wordt ten aanzien van de overige in

46) Richtlijnen 1986, Paragraaf 12.

47) Een uitzondering wordt gemaakt voor zover in de jaarrekening - op basis van art. 362 lid 2 tweede zin - de winstbestemming of het voorstel daartoe is verwerkt.

48) De Richtlijnen 1976 bevatten in Paragraaf 59 analoge bepalingen voor structuurvennootschappen. Uit het feit dat deze bepalingen niet zijn overgenomen in de Richtlijnen 1986 mag niet afgeleid worden dat het departement thans een andere zienswijze huldigt.

49) Handboek, No. 329. In gelijke zin Uniken Venema, C.A.E., Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 142 en 143.

50) Cremers, blz. 153.

51) Maeijer, blz. 129, en idem, in De Nieuwe structuur, blz. 24. Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 163, aant. 2, zijn van mening dat alleen quorum-eisen in het stelsel van de wet passen.

52) Zie hierover paragraaf IV.1.9.4. zesde noot.

deze paragraaf besproken bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze tegenwerping is op zich zelf genomen juist, doch de goedkeuring van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders vormt naar mijn mening geen essentieel element van de structuur-regeling*⁵³. Ik ben dan ook van mening dat beide genoemde beperkingen zijn toegestaan.

Bij het statutenonderzoek zijn geen statuten aangetroffen waarin goedkeuring van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders op welke wijze dan ook wordt beperkt*⁵⁴.

Teneinde eventuele invloed van een overvaller of onvriendelijke overnemer te weren lijkt het opnemen van een versterkte meerderheid en/of een quorum voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot goedkeuring van de jaarrekening weinig zinvol; dit kan onder omstandigheden eerder contra-productief werken.

Algemeen wordt aanvaard dat de bevoegdheid tot goedkeuring niet inhoudt dat wijzigingen in de jaarrekening kunnen worden aangebracht; zij kan alleen in haar geheel worden aanvaard of verworpen*⁵⁵. De wet voorziet niet in het geval dat de door de raad van commissarissen opgemaakte jaarrekening niet door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt goedgekeurd. In de memorie van toelichting*⁵⁶ en antwoord*⁵⁷ wordt hieromtrent opgemerkt dat, indien de goedkeuring wordt onthouden, commissarissen de jaarrekening opnieuw zullen moeten vaststellen, zodat zij die goedkeuring wel zal kunnen wegdragen. Onder de schrijvers bestaat over de beantwoording van de vraag of in een dergelijk geval bestuur en commissarissen een nieuwe jaarrekening moeten opmaken en vaststellen geen

53) Steun voor deze opvatting kan gevonden worden bij Van der Grinten, W.C.L., in zijn artikel Taak en bevoegdheden van de vennootschapsorganen ten aanzien van de jaarrekening, NV 57, blz. 18 e.v., waarin hij op blz. 21 schrijft, dat goed pleitbaar is de stelling dat een uniforme regeling voor het vaststellen en goedkeuren van de jaarrekening voor gewone en structuurvennootschappen aanbeveling verdient. Zie ook de nota van de commissie vennootschapsrecht inzake het voorstel tot instelling van een aandeelhouderscommissie bij open naamloze vennootschappen met een ondernemingsraad, bijlage bij de memorie van antwoord, blz. 16, linkerkolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-64, waarin wordt opgemerkt dat het verschil tussen de vaststelling zoals deze aan de algemene vergadering is opgedragen en de goedkeuring van geen praktisch belang is.

54) Zie ook Francissen en Jansen, blz. 55.

55) Van der Grinten, W.C.L., Taak en bevoegdheden van de vennootschapsorganen ten aanzien van de jaarrekening, NV 57, blz. 19.

56) Memorie van toelichting, blz. 18, rechterkolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-Art. IV-3.

57) Memorie van antwoord, blz. 11, linkerkolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-Art. 52m (III)-3.

eenstemmigheid. Van der Grinten^{*58} is van mening dat, indien de algemene vergadering van aandeelhouders de jaarrekening afkeurt, er dan geen jaarrekening van de vennootschap is. De wet verplicht bestuur en raad van commissarissen niet om alsdan een nieuwe jaarrekening op te maken en vast te stellen, aldus Van der Grinten. Slagter^{*59} begint met te constateren dat de algemene vergadering van aandeelhouders geen wijzigingen kan aanbrengen, waarna hij stelt dat deze echter eventueel kunnen worden afgedwongen door de jaarrekening geheel af te keuren, waarna de commissarissen met een gewijzigde jaarrekening moeten komen. Zijn de commissarissen daartoe niet bereid, dan doen zich volgens Slagter (afgezien van een enquête) twee mogelijkheden voor: of de commissarissen vorderen vernietiging van het besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders, waarbij de jaarrekening werd afgekeurd, of de commissarissen treden af. Indien de algemene vergadering van aandeelhouders op grond van een fundamenteel verschil van inzicht met de raad van commissarissen goedkeuring aan de jaarrekening heeft onthouden, dan vermog ik niet in te zien hoe de raad van commissarissen zonder geloofwaardigheid te verliezen een nieuwe jaarrekening kan vaststellen welke op essentiële onderdelen anders is dan de in eerste instantie door haar vastgestelde jaarrekening. Met de door Slagter genoemde keuzemogelijkheid ben ik het wel eens, waarbij ik echter aantekenen, dat ik gelet op doel en strekking van de structuurregeling aftreden van de raad van commissarissen minder voor de hand vind liggen. Aandeelhouders hebben geen recht om de jaarrekening te wijzigen, ook niet via een uitgelokte wisseling van de raad van commissarissen. Daar komt bij dat niet in het systeem van de structuurregeling past dat het onthouden van goedkeuring aan de jaarrekening gebruikt wordt als middel om het vertrek van commissarissen te bevorderen; voor dit laatste bevat de wet een speciale - hiervoor onder letter c genoemde - ontslagprocedure. Mijn voorkeur gaat dan ook uit naar het in rechte laten vaststellen dat de door de raad van commissarissen vastgestelde jaarrekening wel voldoet aan de in Titel 8 gestelde eisen^{*60}.

58) Handboek, blz. 318. In dezelfde zin Van Schilfgaarde, blz. 317.

59) Slagter, blz. 295; Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 163, aant. 2. Boukema, C.A., Rechtspersonen, art. 101, aant. 4, beperkt zich tot het citeren van de betreffende passage uit de memorie van toelichting. Idem Maeijer, blz. 272, en de Commissie Vennootschapsrecht in haar nota inzake het voorstel tot instelling van een aandeelhouderscommissie bij open naamloze vennootschappen met een ondernemingsraad, bijlage bij de memorie van antwoord, blz. 16, linker kolom; Maeijer-Honée, Wetsgeschiedenis, IXf-65.

60) Anders dan Slagter ben ik van mening dat daarbij niet de rechtsgang van art. 999-1002 Rv. (rechtspiegeling inzake jaarrekeningen en jaarverslagen) kan worden gevolgd. De daarin beschreven procedure is slechts mogelijk voor iedere belanghebbende die van oordeel is dat de jaarrekening niet voldoet aan de daaromtrent bij of krachtens het Burgerlijk Wetboek (met name Titel 8 Boek 2) gestelde voorschriften (art. 999 lid 1). De raad van bestuur en de raad van commissarissen zijn in het geval de goedkeuring aan de jaarrekening wordt onthouden nu juist van mening dat de jaarrekening wel aan de door de wet gestelde voorschriften voldoet. Het is overigens de vraag of de raad van commissarissen op grond van art. 11 bij de gewone rechter vernietiging kan vorderen van het niet goedkeuren van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders.

(Vervolg voetnoot op volgende p.)

De goedgekeurde jaarrekening moet binnen acht dagen na goedkeuring worden gepubliceerd (art. 394 lid 1). Wordt goedkeuring onthouden dan dient de vastgestelde, maar niet goedgekeurde jaarrekening te worden gepubliceerd (art. 394 lid 2). Een gevolg van een niet goedgekeurde jaarrekening, welke hoogst waarschijnlijk ook een overvaller of onvriendelijke overnemer op den duur last zal bezorgen, is, dat uitkering van dividenden niet mogelijk is; dit kan alleen geschieden na de goedkeuring van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is (art. 105 lid 3). Overigens valt naar mijn mening voor de vennootschap met een niet goedgekeurde jaarrekening best enige tijd te leven^{*61}; zij het dat dit op de lange duur problemen kan opleveren, waarschijnlijk vooral ten opzichte van kredietverschaffers aan de vennootschap. Indien de statuten dit toestaan is uitkering van een interimdividend in beginsel wel mogelijk (art. 105 lid 4).

VI.4.2.5. Ad e) instelling van een commissie van aandeelhouders

De algemene vergadering van aandeelhouders kan de bevoegdheden en verplichtingen die haar en haar vertegenwoordigers volgens art. 158 toekomen, voor een door haar te bepalen duur van telkens ten hoogste twee achtereenvolgende jaren, overdragen aan een commissie van aandeelhouders waarvan zij de leden aanwijst (art. 158 lid 11)^{*62}.

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

Betoogd kan worden dat een dergelijke vordering alleen kan worden ingesteld tegen een besluit. Over het algemeen wordt aangenomen dat een besluit als bedoeld in art. 11 een rechtshandeling is (Asser-Van der Grinten II (de rechtspersoon), No. 125). Onder rechtshandeling wordt verstaan: een handeling gericht op het totstandbrengen van een rechtsgevolg. Art. 3.2.2. NBW bepaalt: 'een rechtshandeling vereist een op een rechtsgevolg gerichte wil die zich door een verklaring heeft geopenbaard'. Indien het voorstel tot goedkeuring van de jaarrekening door de algemene vergadering van aandeelhouders niet wordt aangenomen is er geen besluit dat gericht is op het totstandbrengen van een rechtsgevolg.

61) Zie in dit verband het Rapport van de Commissie Vennootschapsrecht betreffende het advies van de Sociaal Economische Raad inzake de herziening van het ondernemingsrecht, bijlage bij de memorie van toelichting, blz. 24 rechter kolom.

62) In de algemene vergadering van aandeelhouders is het stemrecht gebaseerd op het bezit aan aandelen. Van Schilfgaarde, blz. 320, spreekt in dit verband over het plutocratisch beginsel van de ava. Alhoewel de Richtlijnen 1986, in Paragraaf 15 bepalen dat de statuten, de ava of de aandeelhouderscommissie regels mogen bevatten, respectievelijk maken, over de besluitvorming in de commissie, zal het niet goed doenlijk zijn genoemd beginsel in de regels omtrent de besluitvorming van de commissie te verwerken. In de statuten of reglementen van aandeelhouderscommissies wordt dan ook doorgaans bepaald dat elk lid van de commissie een stem heeft. Dit betekent dat bij een vennootschap waarvan de meerderheid van de aandelen gecertificeerd zijn een administratiekantoor ook maar een stem zou hebben. Aangezien het voor een administratiekantoor een ongewenste situatie is om niet alle aan aandeelhouders toegekende bevoegdheden vrij te kunnen uitoefenen, is het gebruikelijk dat, indien een aandeelhouderscommissie is ingesteld, na certificering de bevoegdheden van de commissie ongedaan worden gemaakt, dan wel dat na ommekeer van de duur waarvoor de leden zijn benoemd geen nieuwe (her)benoemingen plaatsvinden.

VI. STRUCTUURREGELING

Het betreft hier de volgende bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders:

1. het hiervoor besproken aanbevelings- en bezwaarrecht;
2. het mededelen van het bezwaar aan de raad van commissarissen onder opgave van redenen, en
3. het in de bezwaarprocedure indienen van een verweerschrift bij de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam (art. 158 lid 10). Voorts is, voorzover hier van belang, art. 158 lid 11 van overeenkomstige toepassing verklaard in:
 4. art. 159 lid 4 - de hiervoor besproken benoeming van commissarissen indien alle commissarissen ontbreken, en
 5. art. 161 lid 2 - de eveneens hiervoor besproken aanwijzing van een vertegenwoordiger van de algemene vergadering van aandeelhouders om een verzoek tot ontslag van een commissaris in te dienen bij de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam*⁶³.

Kan een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot instelling van een aandeelhouderscommissie, vaststelling van het aantal leden, aanwijzing van de leden, bepaling van de duur en overdracht van bevoegdheden en het ongedaan maken van de overdracht van de bevoegdheden, aan beperkende bepalingen worden gebonden? De wet spreekt hierover niet. De aan de wet ten grondslag liggende kamerstukken slechts zijdelings. De hiervoor (onder ad a) weergegeven passage uit de nota naar aanleiding van het eindverslag - luidende dat volgens het ontwerp oligarchische clausules in de vorm van bindende voordrachten zullen zijn uitgesloten - is door de minister geschreven in antwoord op het eindverslag dat nagenoeg geheel gewijd is aan de aandeelhouderscommissie. De richtlijnen*⁶⁴ schrijven voor dat de statuten niet mogen bepalen dat de benoeming van de leden van de commissie van aandeelhouders geschiedt uit een bindende voordracht. De statuten mogen voorts aan deze leden geen andere kwaliteitseisen stellen dan het zijn van aandeelhouder. Alhoewel de richtlijnen hierover niets bepalen kan het hiervoor genoemde besluit naar mijn mening ook niet gebonden worden aan een voorstel of goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan; dit zou in strijd zijn met doel en strekking van de structuurregeling*⁶⁵.

63) Een commissie van aandeelhouders is bevoegd om de in art. 28a lid 2 Handelsregisterwet bedoelde doorhaling te verzoeken van de in art. 153 genoemde opgaaf aan het handelsregister die op termijn van de vennootschap een structuurvennootschap maakt. Zie hierover ook paragraaf VI.4.1. en Handboek, No. 289, waarin gesteld wordt dat de aandeelhouderscommissie slechts bevoegd is doorhaling te verzoeken indien haar deze bevoegdheid door de algemene vergadering van aandeelhouders is verleend.

64) Richtlijnen 1986, Paragraaf 15.

65) In dezelfde zin Lubbers, A.G., in De nieuwe structuur, blz. 60.

De meeste schrijvers^{*66}, doch met onderling verschillende motieven en nuances, zijn van mening dat voor een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot instelling van de commissie van aandeelhouders wel een versterkte meerderheids- en/of quorum-eis gesteld kan worden^{*67}. Maeijer^{*68} verdedigt een quorum-eis met het argument dat een zeer kleine, toevallige fractie van aandeelhouders die ter vergadering aanwezig is, niet altijd de representatie van de algemene vergadering moet kunnen bepalen. Juist omdat het hier gaat over de overdracht van bevoegdheden die aan de algemene vergadering als zodanig toekomen, en aan een minderheid van aandeelhouders te dezer zake redelijke bescherming toekomt, zou Maeijer zelfs willen aanvaarden dat de besluitvorming op dit punt - binnen zekere grenzen, bijv. tot twee derden - aan een versterkte meerderheid van stemmen wordt gebonden. Deze argumentatie van Maeijer overtuigt mij niet. Immers, dan zou het naar mijn mening ook mogelijk moeten zijn voor alle andere besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders - inclusief de in deze paragraaf genoemde - een quorum en versterkte meerderheid voor te schrijven, tenzij in de wet anders wordt bepaald. Ik kan niet goed inzien waarom hierbij een onderscheid gemaakt zou moeten worden tussen een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders waarbij zij een te allen tijde intrekbare bevoegdheid overdraagt en bijv. een onherroepelijk besluit tot vaststelling of goedkeuring van de jaarrekening. Naar mijn mening kan op grond van doel en strekking van structuurregeling geen versterkte meerderheid of quorum worden voorgeschreven^{*69}.

De richtlijnen zwijgen over de vraag of voor een besluit tot instelling van een aandeelhouderscommissie een versterkte meerderheid of een quorum kan worden voorgeschreven. Het departement laat statutaire bepalingen met deze strekking in de praktijk evenwel toe.

66) Handboek, No. 289; Maeijer, blz. 271; idem, in Het nieuwe vennootschapsrecht, blz. 35; Lubbers, A.G. in De nieuwe structuur, blz. 61, zie ook blz. 99 en 100. Naar de mening van Van Schilfgaarde, blz. 319, zou tenminste moeten worden voorgeschreven dat voor de instelling van een aandeelhouderscommissie een versterkte meerderheid nodig is. In de 5e druk, blz. 337, voegde hij daaraan nog toe 'en voor de terugname van de bevoegdheden niet meer dan een minderheid'. Deze toevoeging komt vanaf de 6e druk niet meer voor. Timmerman, L. en Slagter, W.J., Rechtspersonen, art. 158, aant. 11, voeren m.i. terecht als bezwaar tegen deze (oude) zienswijze van Van Schilfgaarde aan dat in een dergelijk geval een minderheid van aandeelhouders de instelling van een aandeelhouderscommissie ongedaan kan maken, wanneer deze door de meerderheid wordt gewenst.

67) Hierbij kan dan nog onderscheid gemaakt worden tussen de onderdelen vaststelling van het aantal leden, aanwijzing van de leden, bepaling van de duur en overdracht van de bevoegdheden. Lubbers, A.G., in De nieuwe structuur, blz. 59, is van mening dat het over het algemeen zeker aanbeveling zal verdienen om op het stuk van quorum-eisen en versterkte meerderheid op alle onderdelen der aandeelhouderscommissie gelijke eisen te stellen.

68) Maeijer, J.M.M., in De nieuwe structuur, blz. 21.

69) In dezelfde zin ten aanzien van de versterkte meerderheid, Treurniet, W.C., De departementale richtlijnen 1976, NV 54, blz. 179. Francken, blz. 34, verklaart zich geen voorstander van quorum- of meerderheidseisen.

VI. STRUCTUURREGELING

Bij het statutenonderzoek zijn 4 statuten aangetroffen waarin voor genoemd besluit een versterkte meerderheid en quorum wordt vereist*70

Homburg Holding N.V.

De algemene vergadering van aandeelhouders kan bij een besluit, genomen met een meerderheid van tenminste twee/derde van de uitgebrachte stemmen in een vergadering, waarin tenminste de helft van het geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd, de bevoegdheden en verplichtingen die haar en haar vertegenwoordigers volgens dit artikel en de artikelen 158, 159, 161 en 162, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek alsmede artikel 28a, lid 2 van de Handelsregisterwet toekomen, voor een door haar te bepalen duur van telkens ten hoogste twee achtereenvolgende jaren, geheel of gedeeltelijk overdragen aan een commissie van aandeelhouders, waarvan zij de leden aanwijst.

De algemene vergadering van aandeelhouders kan te allen tijde de overdracht ongedaan maken bij een besluit, genomen met volstreekte meerderheid van stemmen.

.....

(art. 16 lid 11)

Over de vraag of een besluit tot ontslag van leden van de aandeelhouderscommissie en tot het ongedaan maken van de overdracht van de bevoegdheden aan de commissie aan een versterkte meerderheid en/of quorum kan worden gebonden, verschillen de schrijvers van mening. Met Van der Grinten*71 ben ik van oordeel dat voor een dergelijk besluit geen versterkte meerderheid en/of een quorum kan worden vereist. Met de wettelijke bevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders om te allen tijde haar wettelijke bevoegdheden te hernemen, verdraagt zich niet dat een minderheid van stemgerechtigden deze herneming zou kunnen verhinderen, of dat door absenteïsme van aandeelhouders herneming niet mogelijk zou zijn, aldus Van der Grinten.

VI.4.2.6. Conclusie met betrekking tot de voorgaande vijf sub-paragrafen

Samenvattend kan opgemerkt worden dat in de literatuur nagenoeg eenstemmigheid bestaat over het feit dat de uitoefening door de algemene vergadering van aandeelhouders van de hiervoor genoemde bevoegdheden niet kan worden gebonden aan een bindende voordracht, een voorstel of een goedkeuringsrecht van een ander vennootschapsorgaan. Verschil van mening bestaat echter over de toelaatbaarheid van versterkte meerderheids- en quorum-eisen. Voor de diverse standpunten worden verschillende argumenten aangevoerd.

Belangrijkste argumenten voor de toelaatbaarheid van genoemde eisen:

- aanknopingspunten in de wetsgeschiedenis;
- toepasselijkheid van art. 120;
- bescherming van minderheidsaandeelhouders.

70) Zie ook paragraaf IV.1.9.4.

71) Handboek, No. 289. Maeijer, J.M.M., in De nieuwe structuur, blz. 21, acht een zekere quorum-eis geoorloofd. Lubbers, A.G., in De nieuwe structuur, blz. 61, is van mening dat geen zwaardere eisen mogen worden gesteld dan twee/derde van de stemmen, vertegenwoordigende de helft van het geplaatste kapitaal.

Belangrijkste argumenten tegen de toelaatbaarheid van genoemde eisen:

- aanknopingspunten in de wetsgeschiedenis;
- strijd met doel en strekking van de structuurregeling.

Maeijer⁷² concludeerde aan het slot van het door het Van der Heijden-Instituut te Nijmegen in 1973 georganiseerde congres over 'de nieuwe wettelijke regeling met betrekking tot de structuur van de grote vennootschap': 'de problematiek is tijdens de parlementaire behandeling onvoldoende doordacht, daarom kan noch voor het ene noch voor het andere standpunt een beslissend argument worden ontleend aan de wetsgeschiedenis'. Sedert genoemd congres zijn in feite geen nieuwe gedachten over dit onderwerp ontwikkeld, terwijl de vragen dezelfde zijn gebleven. Naar mijn oordeel voldoende reden voor de wetgever om alsnog duidelijkheid te verschaffen.

VI.5 Aanvullende statutaire beschermingsmiddelen

Uit hetgeen hiervoor is besproken, kan de conclusie worden getrokken dat bij een overval of onvriendelijke overname van een structuurvennootschap die daartegen geen statutaire beschermingsmiddelen heeft, het mogelijk is dat onder bepaalde omstandigheden het structuurregime buiten werking wordt gesteld. Voorts is het mogelijk om met het uitoefenen van de bevoegdheden die de structuurregeling aan de algemene vergadering van aandeelhouders toekent de raad van commissarissen tot op zekere hoogte onder druk te zetten. Hieruit blijkt dat zonder aanvullende statutaire beschermingsmiddelen het volledige structuurregime geen voldoende bescherming biedt tegen een overval of een onvriendelijke overname, waarmee de in paragraaf 3 van dit hoofdstuk gestelde vraag is beantwoord.

Is men van mening dat het structuurregime gehandhaafd moet blijven dan rijst vervolgens de vraag op welke wijze dit het beste gewaarborgd kan worden. Gelet op de hiervoor vermelde mogelijkheid van buiten werking stellen, liggen voor de hand:

- a) preferente beschermingsaandelen,
- b) prioriteitsaandelen of een gecombineerde vergadering van bestuur en commissarissen.

Ad a) preferente beschermingsaandelen

Met de uitgifte van preferente aandelen kan voorkomen worden dat een overvaller of onvriendelijke overnemer in de algemene vergadering van aandeelhouders een meerderheid verkrijgt, dan wel bereikt worden dat een bevriende relatie (bijvoorbeeld de stichting bescherming continuïteit) een meerderheid in de algemene vergadering van aandeelhouders verkrijgt, waardoor het buiten werking stellen van de structuurregeling onmogelijk gemaakt kan worden. Zie omtrent de uitgifte van preferente beschermingsaandelen paragraaf V.4.e.v.

Ad b) prioriteitsaandelen of een gecombineerde vergadering van bestuur en commissarissen

De prioriteitsaandelen of de gecombineerde vergadering van bestuur en

72) Maeijer, J.M.M., in De nieuwe structuur, blz. 100.

raad van commissarissen kan men het recht toekennen dat een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot statutenwijziging afhankelijk gemaakt wordt van hun voorstel of voorafgaande goedkeuring. Met dit recht kan voorkomen worden dat door een statutenwijziging het structuurregime wordt afgeschaft^{*73}. Zie nader omtrent prioriteitsaandelen en de gecombineerde vergadering van bestuur en commissarissen paragraaf IV.1.1.e.v.

Het hiervoor genoemde recht van initiatief voor een statutenwijziging kan ook gegeven worden aan het bestuur of de raad van commissarissen, terwijl aan de raad van commissarissen een recht van voorafgaande goedkeuring kan worden toegekend. Een voorstel van het bestuur behoeft de goedkeuring van de raad van commissarissen (art. 164 lid 1 sub g). Naar de mening van Bloemarts^{*74} verdient het overweging deze bescherming in de wet te verankeren, in dier voege dat een statutenwijziging waarbij het structuurregime wordt afgeschaft niet zonder de medewerking van de raad van commissarissen mogelijk is.

Indien men van oordeel is dat bij een volledige structuurvennootschap de in de wet opgenomen vrijstellingen van de structuurregeling van rechtswege van kracht zijn zonder dat daarvoor een statutenwijziging noodzakelijk is^{*75}, dan kan getracht worden deze consequentie met statutaire bepalingen te voorkomen, en wel op de volgende wijze. Een volledige structuurvennootschap kan in haar statuten een bepaling opnemen dat wanneer, om welke reden dan ook, in de toekomst op de vennootschap de gehele of gedeeltelijke vrijstelling van toepassing zal worden, zij alsdan geacht wordt het volledige structuurregime vrijwillig te hebben aanvaard. Met andere woorden: aandeelhouders besluiten reeds nu - bij de statutenwijziging, waarbij bedoelde bepaling in de statuten wordt opgenomen - voor alsdan het volledige structuurregime overeenkomstig het bepaalde in art. 157 vrijwillig te aanvaarden. Voorts dient dan te worden bepaald dat statutenwijziging alleen mogelijk is op voorstel of met goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders.

73) Zie echter de opmerking gemaakt aan het slot van paragraaf VI.4.1. Zie over de functie van prioriteitsaandelen bij structuurvennootschappen, paragraaf IV.1.1.3. en over de houders prioriteitsaandelen paragraaf IV.1.1.4. Zie over de mogelijkheid in een dergelijk geval toch de statuten te wijzigen paragraaf IV.1.11.1.

74) Bloemarts. J.C.M.G., Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 58. Zie ook Den Boogert, M.W., Beurovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 42, die wel voor de suggestie van Bloemarts voelt en daarbij constateert dat een dergelijke regeling ook de door Van Schilfgaarde gezaaide twijfel zou wegnemen ten aanzien van de vraag of verplicht opgenomen statutaire structuurregels hun gelding verliezen met het vervallen van de wettelijke regeling. Vgl. ook Schaafsma, J.R., Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 81, die dit één van de 'echte' beschermingsconstructies noemt.

75) Zie hierover de zesde noot van paragraaf VI.4.1.

N.V. Koninklijke Sphinx^{*76}

De bepalingen in deze statuten die beantwoorden aan de artikelen 155 tot en met 164, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek blijven van kracht ook indien artikel 153 lid 3 onderdeel a of artikel 155, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek op de vennootschap van toepassing mocht zijn geworden, behoudens statutenwijziging overeenkomstig artikel 45.

(art. 48)

Een besluit tot wijziging van de statuten of tot ontbinding der vennootschap kan slechts worden genomen op voorstel van de raad van commissarissen.

(art. 45 lid 1)

Met een dergelijk samenstel van bepalingen wordt kennelijk beoogd te voorkomen dat de volledige structuurregime komt te vervallen, voor het geval in rechte wordt uitgemaakt, dat door het van toepassing worden van een gehele of gedeeltelijke vrijstelling zonder dat de statuten worden gewijzigd, het volledige structuurregime van rechtswege komt te vervallen. Zolang de heersende leer^{*77} echter is dat in bedoeld geval het volledige structuurregime niet van rechtswege vervalt, heeft een dergelijke bepaling geen waarde.

76) Bij de statutenwijziging d.d. 13 mei 1986 zijn deze bepalingen in de statuten van N.V. Koninklijke Sphinx komen te vervallen. Voor een variant van deze bepalingen zie Francissen en Jansen, blz. 41.

77) Zie hierover de zesde noot van paragraaf VI.4.1.

VII. CUMULATIE VAN BESCHERMINGSMIDDELEN IN STATUTEN VAN BEURSVENNOOTSCHAPPEN

VII.1. Inleiding

In de voorgaande drie hoofdstukken zijn de statutaire beschermingsmiddelen afzonderlijk besproken. Statuten bevatten echter in een groot aantal gevallen meer dan één beschermingsmiddel. In dat geval spreekt men van cumulatie van beschermingsmiddelen. Voorzover mij bekend is naar de juiste omvang van de cumulatie nog geen onderzoek gedaan. Met de uit het statutenonderzoek verkregen gegevens zijn overzichten gemaakt met betrekking tot de cumulatie van beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen. Deze overzichten komen met enkele kanttekeningen aan de orde in de volgende paragrafen.

Teneinde de overzichten begrijpelijk te houden, zijn zij beperkt tot de belangrijkste beschermingsmiddelen, zijnde:

- a. prioriteitsaandelen/-rechten;
- b. preferente beschermingsaandelen;
- c. bindende voordrachten voor benoeming van bestuurders en commissarissen;
- d. stemrechtbeperking;
- e. ~~X~~-regeling (beperkt royeerbare certificaten);
- f. niet-royeerbare certificaten.

Al deze beschermingsmiddelen met uitzondering van de onder letter c. genoemde bindende voordracht komen voor bij zowel structuurvennootschappen als vennootschappen van het gewone model. Overzichten van de cumulatie van genoemde beschermingsmiddelen bij deze vennootschappen - met uitzondering van de onder letters c, d en f genoemde, waarover hierna - worden gegeven in paragraaf VII.2.

De onder letter c. genoemde bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen is niet mogelijk bij structuurvennootschappen; deze komt alleen voor bij vennootschappen van het gewone model. Overzichten van de cumulatie van beschermingsmiddelen, waaronder de bindende voordracht, bij uitsluitend vennootschappen van het gewone model worden gegeven in paragraaf VII.3.

De onder de letters d en f genoemde stemrechtbeperking en niet-royeerbare certificaten komen, zoals wij in de betreffende paragrafen*¹ hebben

1) Paragraaf IV.1.8. en III.3.1.

gezien, slechts in beperkte mate voor. Behalve ten aanzien van vennootschappen waarvan reeds niet royeerbare certificaten ter beurze zijn genoteerd, worden nieuwe niet-royeerbare certificaten door de VvdE niet meer tot de notering toegelaten, terwijl nieuwe tot de notering toe te laten vennootschappen met een stemrechtbeperking of genoteerde vennootschappen die alsnog een stemrechtbeperking invoeren slechts bij hoge uitzondering voorkomen. Teneinde de tot dusver genoemde overzichten niet onnodig gecompliceerd te maken en zo overzichtelijk mogelijk te houden zijn deze beschermingsmiddelen niet in die overzichten verwerkt^{*2}. De cumulatie bij vennootschappen met een stemrechtbeperking en vennootschappen met niet-royeerbare certificaten komt in de paragrafen VII.4. en VII.5. aan de orde.

De beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (bmvk) vormen een bijzondere categorie. Geen van de bmvk's is een structuurvennootschap, terwijl de beschermingsmiddelen bij bmvk's zich in hoofdzaak beperken tot prioriteitsaandelen, bindende voordrachten voor de benoeming van bestuurders en commissarissen en in enkele gevallen tot beschermingsprioriteits- en preferente beschermingsaandelen^{*3}. Verwerking van de bmvk's in de overzichten zou naar mijn mening een vertekend beeld geven van de aanwezige cumulatie van beschermingsmiddelen bij de andere beursvennootschappen, reden waarom de bmvk's in alle hiervoor genoemde overzichten buiten beschouwing zijn gelaten. Cumulatie van beschermingsmiddelen bij bmvk's zelf komt aan de orde in paragraaf VII.6.

Tot slot worden in paragraaf VII.7. overzichten gegeven van de cumulatie uitgedrukt in percentages van het totaal aantal beursvennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht met uitzondering van de bmvk's.

VII.2. Cumulatie bij alle vennootschappen (structuurvennootschappen en vennootschappen van het gewone model)

In de bij deze paragraaf behorende twee sub-paragrafen VII.2.1. en VII.2.2. worden overzichten gegeven van de cumulatie van beschermingsmiddelen zoals deze voorkomt bij alle vennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht (zowel de structuurvennootschappen als de vennootschappen van het gewone model^{*4}), evenwel met uitzondering van de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal. In de twee sub-paragrafen wordt onderscheid gemaakt tussen vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn op de officiële markt en die waarvan de aandelen genoteerd zijn op de parallelmarkt.

De overzichten hebben betrekking op de volgende beschermingsmiddelen:
a. prioriteitsaandelen/-rechten;

2) Roos, P., heeft in Beschermingconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 243, voorgerekend dat bij 6 verschillende beschermingsmiddelen 57 mogelijke combinaties van cumulaties denkbaar zijn. Het komt mij voor dat een dergelijk aantal overzichten te veel van het goede zou zijn.

3) Zie hierover paragraaf V.4.5.

4) Zie voor de verdeling van het aantal structuurvennootschappen en vennootschappen van het gewone model paragraaf VI.2.

- b. preferente beschermingsaandelen, en
 c. X%-regeling (beperkt royeerbare certificaten).

In de overzichten zijn opgenomen alle vennootschappen die in hun kapitaal-structuur preferente beschermingsaandelen kennen. In de overzichten wordt geen onderscheid gemaakt naar gelang het percentage van het bedrag aan preferente beschermingsaandelen dat geplaatst kan worden ten opzichte van het bedrag aan geplaatste gewone aandelen*5.

Buiten beschouwing zijn gelaten de volgende beschermingsmiddelen:

- a. de bindende voordrachten voor benoeming bestuurders en commissarissen (deze komen alleen voor bij vennootschappen van het gewone model, zie hierover paragraaf VII.3.);
 b. de stemrechtbeperking (dit beschermingsmiddel wordt slechts bij een beperkt aantal vennootschappen aangetroffen, zie hierover paragraaf VII.4.), en
 c. niet-royeerbare certificaten (deze worden eveneens slechts bij een beperkt aantal vennootschappen aangetroffen, zie hierover paragraaf VII.5.).

VII.2.1. Officiële markt

	aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:					
		prioriteits- aandelen/ -rechten		preferente beschermings- aandelen		een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
volledige structuur	90	39	43,3	53	58,9	31	34,4
beperkte structuur	3	1	33,3	-	-	-	-
geen structuur	70	40	57,1	25	35,7	10	14,3
totaal	163	80	49,1	78	47,9	41	25,2

	aantal onder- statuten	vennootschappen met:			
		- prioriteitsaandelen/ -rechten, en - preferente bescher- mingsaandelen		- prioriteitsaandelen/ -rechten, en - een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%
volledige structuur	90	25	27,8	11	12,2
beperkte structuur	3	-	-	-	-
geen structuur	70	20	28,6	6	8,6
totaal	163	45	27,6	17	10,4

5) Zie hierover paragraaf V.4.5. nr. 4.

VII. CUMULATIE

	aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
		- preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling		- prioriteitsaandelen/ - rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%
volledige structuur	90	18	20,0	7	7,8
beperkte structuur	3	-	-	-	-
geen structuur	70	4	5,7	3	4,3
totaal	163	22	13,5	10	6,1

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen <u>zonder</u> :	
		- prioriteitsaandelen/-rechten, - preferente beschermingsaandelen, dan wel een - X%-regeling	
		aantal	%
volledige structuur	90	14	15,6
beperkte structuur	3	2	66,7
geen structuur	70	22	31,4
totaal	163	38	23,3

Van de in het laatste overzicht genoemde 38 vennootschappen kennen 3 vennootschappen niet-royeerbare certificaten. Van de resterende 35 vennootschappen die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben, zijn 12 vennootschappen een volledige structuurvennootschap en 2 vennootschappen een beperkte structuurvennootschap. Van de dan nog overblijvende 21 vennootschappen kennen 19 vennootschappen een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders.

Van de 12 vennootschappen die een volledige structuurvennootschap zijn, heeft 1 vennootschap daarnaast nog een stemrechtbeperking, terwijl van de 19 vennootschappen die een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders kennen 3 vennootschappen nog een stemrechtbeperking hebben. Resteren uiteindelijk 2 vennootschappen die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben.

VII.2.2. Parallelmarkt

	aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:					
		prioriteits- aandelen/ -rechten		preferente beschermings- aandelen		een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%	aantal	%
volledige structuur	11	4	36,4	8	72,7	6	54,5
beperkte structuur	-	-	-	-	-	-	-
geen structuur	32	21	65,6	13	40,6	12	37,5
totaal	43	25	58,1	21	48,8	18	41,9

	aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
		- prioriteitsaandelen/ -rechten, en - preferente bescher- mingsaandelen		- prioriteitsaandelen/ -rechten, en - een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%
volledige structuur	11	3	27,3	4	36,4
beperkte structuur	-	-	-	-	-
geen structuur	32	10	31,3	7	21,9
totaal	43	13	30,2	11	25,6

	aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
		- preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling		- prioriteitsaandelen/ -rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling	
		aantal	%	aantal	%
volledige structuur	11	4	36,4	3	27,3
beperkte structuur	-	-	-	-	-
geen structuur	32	3	9,4	2	6,3
totaal	43	7	16,3	5	11,6

	aantal onderzochte statuten	vennootschappen <u>zonder</u> :	
		- prioriteits aandelen/-rechten, - preferente beschermings aandelen, dan wel een - X%-regeling	
		aantal	%
volledige structuur	11	1	9,1
beperkte structuur	-	--	--
geen structuur	32	4	12,5
totaal	43	5	11,6

Van de in het laatste overzicht genoemde 5 vennootschappen kent 1 vennootschap niet-royeerbare certificaten. Van de resterende 4 vennootschappen die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben, is geen enkele vennootschap een volledige of beperkte structuurvennootschap. Eén vennootschap kent een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders. De overige 3 vennootschappen hebben geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen.

VII.3. Cumulatie bij vennootschappen van het gewone model

In de bij deze paragraaf behorende twee sub-paragrafen VII.3.1. en VII.3.2. worden overzichten gegeven van de cumulatie van beschermingsmiddelen zoals deze voorkomt bij alle vennootschappen van het gewone model waarvan de statuten zijn onderzocht, met uitzondering van de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (bmvk). Evenals in de vorige paragraaf wordt ook hier in de twee sub-paragrafen onderscheid gemaakt tussen vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn op de officiële markt en die waarvan de aandelen genoteerd zijn op de parallelmarkt.

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat bij vennootschappen van het gewone model, niet zijnde een bmvk, het volgende aantal bindende voordrachten voor de benoeming van bestuurders en commissarissen voorkomt.

	aantal onderzochte statuten van vennoot- schappen, zijnde geen: - bmvk - structuur	vennootschappen, waarbij uit een bindende voordracht worden benoemd			
		bestuurders		commissarissen	
		aantal	%	aantal	%
officiële markt	70	64	91,4	55	78,6
parallel- markt	32	26	81,3	25	78,1
totaal	102	90	88,2	80	78,4

Uit dit overzicht blijkt dat het aantal vennootschappen waarbij een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders voorkomt groter is dan dat voor vennootschappen met een bindende voordracht voor de benoeming van commissarissen*⁶. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat bij alle vennootschappen waarbij de commissarissen uit een bindende voordracht worden benoemd ook de bestuurders uit een bindende voordracht worden benoemd. Teneinde de overzichten niet gecompliceerder te maken dan nodig is, worden in de overzichten alleen betrokken de vennootschappen met een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders.

De overzichten hebben betrekking op de volgende beschermingsmiddelen:

- bindende voordracht voor benoeming van bestuurders,
gecombineerd met één of meer van de volgende beschermingsmiddelen:

- a. prioriteitsaandelen/-rechten*⁷;
- b. preferente beschermingsaandelen, en
- c. X%-regeling (beperkt royeerbare certificaten).

Evenals in de vorige paragraaf wordt ook hier bij de preferente beschermingsaandelen geen onderscheid gemaakt naar gelang het percentage van het bedrag aan preferente beschermingsaandelen dat geplaatst kan worden ten opzichte van het bedrag aan geplaatste gewone aandelen.

Ook in deze overzichten zijn buiten beschouwing gelaten:

- a. de stemrechtbeperking;
- b. niet-royeerbare certificaten.

VII.3.1. Officiële markt

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, en - prioriteitsaandelen/ - rechten		- bindende voordracht, en - preferente bescher- mingsaandelen	
	aantal	%	aantal	%
70	40	57,1	24	34,3

6) Zie hierover ook de paragrafen IV.1.3.5.a. en IV.1.3.5.b.

7) Hierbij dient opgemerkt te worden dat uit het statutenonderzoek is gebleken dat de bevoegdheid tot het opmaken van de bindende voordracht in meerderheid van de gevallen wordt gegeven aan de prioriteit; zie hierover paragraaf V.1.3.4. en V.1.3.5. In de overzichten is geen onderscheid gemaakt tussen prioriteitsaandelen/-rechten die alleen het recht hebben tot het opmaken van een bindende voordracht en prioriteitsaandelen/-rechten die ook of in hoofdzaak andere rechten hebben. In die gevallen waarin de prioriteitsaandelen/-rechten alleen het recht hebben tot het opmaken van een bindende voordracht is dus sprake van een dubbeltelling.

VII. CUMULATIE

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ - rechten, en - preferente bescher- mingsaandelen	
	aantal	%	aantal	%
70	8	11,4	20	28,6

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ - rechten, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling	
	aantal	%	aantal	%
70	6	8,6	4	5,7

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:		vennootschappen <u>zonder</u> :	
	- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ - rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ - rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, dan wel - een X%-regeling	
	aantal	%	aantal	%
70	3	4,3	3	4,3

Van de in het laatste overzicht genoemde 3 vennootschappen kent 1 vennootschap niet-royeerbare certificaten. Resteren 2 - ook reeds aan het slot van paragraaf VII.2.1. vermelde - vennootschappen die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben.

VII.3.2. Parallelmarkt

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, en - prioriteitsaandelen/ -rechten		- bindende voordracht, en - preferente bescher- mingsaandelen	
	aantal	%	aantal	%
32	21	65,6	13	40,6

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ -rechten, en - preferente bescher- mingsaandelen	
	aantal	%	aantal	%
32	9	28,1	10	31,3

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:			
	- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ -rechten, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling	
	aantal	%	aantal	%
32	7	21,9	3	9,4

aantal onder- zochte statuten	vennootschappen met:		vennootschappen <u>zonder</u> :	
	- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ -rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, en - een X%-regeling		- bindende voordracht, - prioriteitsaandelen/ -rechten, - preferente bescher- mingsaandelen, dan wel - een X%-regeling	
	aantal	%	aantal	%
32	2	6,3	3	9,4

VII. CUMULATIE

De in het laatste overzicht genoemde 3 vennootschappen zijn dezelfde vennootschappen als vermeld zijn aan het slot van paragraaf VII.2.2.

VII.4. Cumulatie bij vennootschappen met een stemrechtbeperking

Vennootschappen met een stemrechtbeperking komen slechts in een beperkt aantal voor. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat nagenoeg alle vennootschappen, welke een stemrechtbeperking kennen oudere vennootschappen zijn van voor 1929, die de stemrechtbeperking reeds sedert hun oprichting in hun statuten hebben opgenomen^{*8}. Zoals hiervoor reeds is opgemerkt komen de laatste jaren nieuw tot de notering ter beurze toegelaten vennootschappen met een stemrechtbeperking of genoteerde vennootschappen die alsnog een stemrechtbeperking invoeren slechts bij hoge uitzondering voor. Om deze redenen en teneinde de in de vorige paragrafen opgenomen overzichten niet onnodig gecompliceerd te maken zijn vennootschappen met een stemrechtbeperking niet in die overzichten opgenomen.

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat een stemrechtbeperking voorkomt bij de in het volgende overzicht genoemde vennootschappen, in welk overzicht tevens is vermeld welke andere belangrijke beschermingsmiddelen de betreffende vennootschappen kennen.

Officiële markt

Statutaire naam	struc- tuur	priori- teits- rechten	prefe- rente aande- len	bin- dende voor- dracht	stem- recht bep.	cer- tifi- ca- ten
1. Akzo N.V.	geen	x	f	b c	x	
2. Algemene Bank Nederland N.V.	volledig	x	f		x	
3. Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.	volledig	x	f		x	
4. Maatschappij van Berkel's Patent N.V.	geen	x		b c	x	
5. HOLEC N.V.	volledig				x	
6. Klene's Suikerwerk- fabrieken N.V.	geen			b c	x	
7. N.V. KONINKLIJKE NEDERLAND- SCHE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ	geen	x		b c	x	
8. De Maxwell Petroleum Holding N.V.	geen			b c	x	

8) Zie hierover paragraaf IV.1.8.1.

Statutaire naam	structuur	prioriteitsrechten	preferente aandelen	bindende voordracht	stemrecht bep.	certificaten
9. Meneba N.V.	volledig				x	1%
10. N.V. Petroleum Maatschappij Moera Enim"	geen			b c	x	
11. Van der Moolen & Co. N.V.	geen	x		b c	x	
12. Koninklijke Nedlloyd Groep N.V.	volledig	x			x	

Parallelmarkt

1. H.E.S. Beheer N.V.	volledig				x	nrc
-----------------------	----------	--	--	--	---	-----

Voor een verklaring van de gebruikte tekens zie Bijlage 1.

Bij beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal werden geen stemrechtbeperkingen aangetroffen.

Uit dit overzicht blijkt dat bij alle vennootschappen van het gewone model commissarissen en bestuurders worden benoemd uit een bindende voordracht. Van de 6 vennootschappen die een volledige structuurvennootschap zijn, kennen de helft van het aantal vennootschappen prioriteitsaandelen. Behalve ten aanzien van de prioriteitsaandelen en de bindende voordracht is er nauwelijks cumulatie met een van de andere twee belangrijke beschermingsmiddelen⁹. Slechts in één geval komt cumulatie voor met een X%-regeling en in één ander geval met niet-royeerbare certificaten. De laatst genoemde combinatie is opmerkelijk gelet op het feit dat de stemrechtbeperking ook geldt voor het administratiekantoor als houdster van de gecertificeerde aandelen.

VII.5. Cumulatie bij vennootschappen met niet-royeerbare certificaten

Evenals vennootschappen met een stemrechtbeperking komen vennootschappen waarvan niet-royeerbare certificaten ter beurse zijn genoteerd slechts in een beperkt aantal voor. Zoals hiervoor is opgemerkt worden behalve ten aanzien van vennootschappen waarvan reeds niet-royeerbare certificaten ter beurse zijn genoteerd, nieuwe niet-royeerbare certificaten door de VvdE niet meer tot de notering toegelaten.

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat niet-royeerbare certificaten voorkomen bij de in het volgende overzicht vermelde vennootschappen, in

9) Voor de reden hiervoor zie paragraaf IV.1.8.4.1. onder letter c.

VII. CUMULATIE

welk overzicht ook hier tevens is vermeld welke andere belangrijke beschermingsmiddelen de betreffende vennootschappen kennen.

Officiële markt

Statutaire naam	structuur	prioriteitsrechten	preferentieaandelen	bindende voordracht	stemrecht bep.	certificaten
1. BLYDENSTEIN-WILLINK N.V.	volledig		b			nrc
2. Beleggingsmaatschappij Calvé-Delft N.V.	geen		f			ga/ nrc
3. N.V. CENTRALE SUIKER MAATSCHAPPIJ	volledig					ga/ nrc
4. Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staal-fabrieken N.V.	volledig	x				nrc
5. N.V. Koninklijke Bijenkorf Beheer KBB	volledig	x	b / f			ga/ nrc
6. N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia	volledig	x				nrc
7. Van Ommeren Ceteco N.V.	geen	x		b c		nrc
8. Riva N.V.	volledig					ga/ nrc

Parallelmarkt

1. H.E.S. Beheer N.V.	volledig				x	nrc
2. VAN MELLE N.V.	geen		b	b c		nrc
3. N.V. Mijnmaatschappij Curacao	geen	xx		b		nrc

Voor een verklaring van de gebruikte tekens zie Bijlage 1.

Uit dit overzicht blijkt dat van de 11 vennootschappen met niet-royeerbare certificaten bij 4 vennootschappen naast niet-royeerbare certificaten ook gewone aandelen (ga) zijn genoteerd. Van de vier vennootschappen van het gewone model worden bij 3 vennootschappen de bestuurders, en voorzover deze vennootschappen het instituut commissarissen kennen ook de commissarissen, uit een bindende voordracht benoemd. Van de 7 vennootschappen die

een volledige structuurvennootschap zijn, kennen 4 vennootschappen prioriteitsaandelen. Behalve ten aanzien van de bindende voordracht en de prioriteitsaandelen komt nauwelijks cumulatie voor met een van de andere twee belangrijke beschermingsmiddelen. Slechts in twee gevallen komt cumulatie voor met preferente beschermingsaandelen en in één geval met een stemrechtbeperking. In één van de twee gevallen waarin cumulatie aanwezig is met preferente beschermingsaandelen worden voorts de bestuurders en de commissarissen benoemd uit een bindende voordracht.

VII.6. Cumulatie bij beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal

De beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (bmvk) vormen, zoals hiervoor is opgemerkt, een afzonderlijke categorie. In het volgende overzicht zijn alle ter beurse genoteerde bmvk's opgenomen met de belangrijkste beschermingsmiddelen die deze vennootschappen kennen.

Officiële markt

Statutaire naam	structuur	prioriteitsrechten	preferente aandelen	bindende voordracht	stemrecht bep.	certificaten
1. ABN - Beleggingsfonds Nederland N.V.	geen	x		b		
2. Amro All In Fund N.V.	geen	x		b		
3. Amro Europe Fund N.V.	geen	x		b		
4. Amro Netherlands Fund N.V.	geen	x		b		
5. AMVABEL N.V.	geen	x	b	b c		
6. Bemco Australië N.V.	geen	x		b c		
7. N.V. Bever Beleggingen	geen	x		b c		
8. BOGAMIJ N.V.	geen	x		b c		
9. Delta Lloyd Investment Fund N.V.	geen	x		b c		
10. Engels-Hollandse Beleggings Trust N.V.	geen		f	b c		
11. EOE Dutch Stock Index Fund N.V.	geen	x		b c		
12. Europe Growth Fund N.V.	geen	x		b c		
13. European Assets Trust N.V.	geen			b		

VII. CUMULATIE

Statutaire naam	struc- tuur	priori- teits- rechten	prefe- rente aande- len	bin- dende voor- dracht	stem- recht bep.	cer- tifi- ca- ten
14. HENDERSON EUROPEAN GROWTH NEDERLAND N.V.	geen					
15. HENDERSON SPIRIT OF THE EAST N.V.	geen	x		b c		
16. HPF Holland Pacific Fund N.V.	geen					
17. MK International Ventures N.V.	geen	x		b c		
18. NMB DUTCH FUND N.V.	geen	x		b c		
19. NMB Vastgoed Fonds N.V.	geen	x		b c		
20. BELEGGINGSMAATSCHAPPIJ "OBAM" N.V.	geen	xx		b c		
21. Beleggingsmaatschappij Rentalent N.V.	geen	x		b c		
22. RENTOTAAL N.V.	geen	x		b c		
23. ROBECO N.V.	geen					
24. RODAMCO N.V.	geen					
25. ROLINCO N.V.	geen		f			
26. Trans Europe Fund N.V.	geen			b c		
27. VastNed N.V.	geen	x		b c		
28. VIB N.V.	geen	x		b c		
29. Beleggingsmaatschappij WBO International N.V.	geen			b		
30. Wereldhave N.V.	geen	x	b	b c		

Parallelmarkt

1. Columbia Securities N.V.	geen			b c		
-----------------------------	------	--	--	-----	--	--

Voor een verklaring van de gebruikte tekens zie Bijlage 1.

Uit dit overzicht blijkt dat geen van de bmvk's een structuurvennootschap is. Van de 31 bmvk's kennen 21 bmvk's (67,7%) prioriteits aandelen/rechten en 26 (83,9%) een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en/of commissarissen. Twee bmvk's kennen preferente beschermings aandelen, terwijl vier bmvk's in hun statuten de mogelijkheid hebben opgenomen prioriteits aandelen uit te geven voor een zodanig bedrag dat zij kennelijk de functie hebben van preferente beschermings aandelen*¹⁰.

VII.7. Cumulatie uitgedrukt in percentages van het totaal aantal beursvennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht

In de vorige paragraaf zijn bij de verschillende categorieën vennootschappen aan de orde geweest de cumulatie van twee of meer beschermingsmiddelen. Een andere wijze van benadering is de vennootschappen met het grootste aantal beschermingsmiddelen (drie) te noemen en dit aantal vennootschappen uit te drukken in een percentage van het totaal aantal vennootschappen waarvan de statuten zijn onderzocht, en daarna de vennootschappen te noemen met twee beschermingsmiddelen, vervolgens de vennootschappen met één beschermingsmiddel en tenslotte de vennootschappen die geen van de genoemde beschermingsmiddelen hebben. Een op basis van dit uitgangspunt gemaakt overzicht ziet er als volgt uit. Hierbij zijn de beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal, de stemrechtbeperking en de bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders buiten beschouwing gelaten. De vennootschappen met een X%-regeling en niet-royeerbare certificaten zijn hier gecombineerd onder de benaming certificaten.

Officiële markt

beschermingsmiddelen	aantal	percentage
- prioriteits aandelen/-rechten - preferente beschermings aandelen, en - certificaten	11	6,7
- prioriteits aandelen/-rechten, en - certificaten	10	6,1
- preferente beschermings aandelen, en - certificaten	13	8,0
- prioriteits aandelen/-rechten, en - preferente beschermings aandelen	34	20,9
		41,7

10) Zie hierover paragraaf V.4.5. nr.1.

VII. CUMULATIE

beschermingsmiddelen	aantal	percentage
- certificaten	15	9,2
- preferente beschermingsaandelen	20	12,3
- prioriteitsaandelen/-rechten	25	15,3
		36,8
- geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen	35	21,5
totaal	163	100

Uit dit overzicht blijkt dat van de op de officiële markt genoteerde vennootschappen minder dan de helft (41,7%) van de vennootschappen twee of meer van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen heeft. Meer dan de helft (58,3%) heeft één of geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen. Voor een overzicht van de bij de 35 vennootschappen, die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben, wel aanwezige beschermingsmiddelen, zie het slot van paragraaf VII.2.1.

Parallelmarkt

beschermingsmiddelen	aantal	percentage
- prioriteitsaandelen/-rechten - preferente beschermingsaandelen, en - certificaten	5	11,6
- prioriteitsaandelen/-rechten, en - certificaten	7	16,3
- preferente beschermingsaandelen, en - certificaten	3	7,0
- prioriteitsaandelen/-rechten, en - preferente beschermingsaandelen	8	18,6
		53,5
- certificaten	6	14,0
- preferente beschermingsaandelen	5	11,6
- prioriteitsaandelen/-rechten	5	11,6
		37,2

beschermingsmiddelen	aantal	percentage
- geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen	4	9,3
		46,5
totaal	43	100

Uit dit overzicht blijkt dat van de op de parallelmarkt genoteerde vennootschappen meer dan de helft (53,5%) van de vennootschappen twee of meer van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen heeft. Minder dan de helft (46,5%) heeft één of geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen. Voor een overzicht van de bij de 4 vennootschappen, die geen van de hiervoor genoemde beschermingsmiddelen hebben, wel aanwezige beschermingsmiddelen, zie het slot van paragraaf VII.2.2.

VIII.1. Inleiding

Ook in het buitenland is het gebruik in de vennootschapspraktijk van beschermingsmiddelen en -constructies geen onbekend verschijnsel. Voor een beter begrip van de ontwikkelingen in Nederland is het nuttig naar de situatie op dit punt in een aantal andere landen te kijken. Alvorens dit te doen is het gewenst het terrein van het onderzoek af te bakenen.

In de eerste plaats kan geconstateerd worden dat ieder land zijn eigen ondernemingsklimaat heeft, hetgeen een goede vergelijking met de Nederlandse situatie moeilijk maakt. In de tweede plaats kent ieder land zijn eigen ontwikkeling van het vennootschapsrecht, de ontwikkeling van de machtsverhoudingen binnen de vennootschap en het gebruik van middelen en constructies om deze machtsverhoudingen te beïnvloeden. Hoe interessant het ook is te dezer zake op de verschillende stelsels in te gaan en vervolgens de ontwikkelingen na te gaan, het gaat het kader van dit boek ver te buiten. Enige beperking is derhalve noodzakelijk, zowel wat het terrein betreft als de diepgang.

In hoofdstuk II hebben wij gezien dat de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies in Nederland sedert de jaren zestig een steeds belangrijker rol is gaan spelen ter afwering van overvallen en onvriendelijke overnemingen. Het zijn met name deze soort overnemingen, die in bepaalde andere landen - waarbij dan met name gedacht moet worden aan de Verenigde Staten van Amerika en Engeland¹ - veel gebruikelijker zijn dan in Nederland. Het ligt dan ook voor de hand het onderzoek - na eerst te hebben nagegaan of onvriendelijke overnemingen in de betreffende landen voorkomen - te beperken tot een inventarisatie:

a. van eventuele wetgeving en andere regelgeving in de betreffende landen op het gebied van overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies, en

1) Treffend hierover Marc Chavannes in zijn afscheidsartikel aan het eind van zijn verblijf in Londen als correspondent voor NRC Handelsblad in dat blad van 22 augustus 1987: '... Britten zijn altijd ongenuanceerder in hun kapitalisme dan veel Europeanen, zoals zij ons van het vaste land gewoonte getrouw noemen. ... Kijk maar eens naar de 'business section' van de betere zondagsbladen. Pagina's lang met advertenties voor speculatieve investeringen in alles wat verhandelbaar is - van leuke nummerborden voor 20.000 pond tot 'time-sharing' op een Zuidzee-eiland. Het echte nieuws in die bijlagen gaat steevast over de in Nederland zo ongepast gevonden 'onvriendelijke bedrijfsovernames'. Die bieden onderhoudende lectuur en een kans voor beleggers met stalen zenuwen. ...'

b. welke beschermingsmiddelen en -constructies in de betreffende landen door vennootschappen worden gebruikt om onvriendelijke overnemingen af te weren.

Enerzijds kan dan gezien worden of in het betreffende land de belangrijkste van de in Nederland gebruikte middelen en constructies bekend zijn, en anderzijds welke (andere) middelen en constructies aldaar - welke ons wellicht onbekend zijn - gebruikt worden. De nadruk daarbij zal liggen op de statutaire beschermingsmiddelen.

Zoals opgemerkt zijn onvriendelijke overnemingen in de Verenigde Staten van Amerika en Engeland een veel gewoner verschijnsel dan hier te lande. Aan deze twee landen (paragrafen VIII.2. en VIII.3.) zal daarom dan ook veruit de meeste aandacht worden besteed. Vervolgens wordt in het kort de situatie bekeken in - naast Engeland - drie andere landen in EG-verband, Frankrijk (paragraaf VIII.4.), België (paragraaf VIII.5.) en West-Duitsland (paragraaf VIII.6.), alsmede aan het zijn eigen plaats in de financiële en economische wereld hebbende Zwitserland (paragraaf VIII.7.). Bezien wij in deze landen de hiervoor genoemde punten dan krijgen wij het in de volgende paragrafen van dit hoofdstuk beschreven beeld. Waar mogelijk en zinvol is ten aanzien van de vermelding van de beschermingsmiddelen en -constructies de in hoofdstuk III gemaakte indeling aangehouden. Ter afsluiting van dit hoofdstuk worden in de laatste paragraaf (VIII.8) conclusies getrokken, en de ontwikkelingen op dit gebied in EG-verband bekeken.

VIII.2. Verenigde Staten van AmerikaVIII.2.1. Inleiding

De Verenigde Staten van Amerika (V.S.) kennen geen uniforme vennootschaps-wetgeving welke van toepassing is in alle staten^{*2}. Iedere staat heeft zijn eigen 'Corporation Act'. Er zijn geen twee staten die dezelfde 'Corporation Act' hebben. Aanvankelijk waren de verschillen groot. In een aantal staten is de wetgeving ('state law') veel gedetailleerder en beperkter dan in andere, met als gevolg dat ondernemingen hun vennootschap oprichten in die staten welke een voor hen meest passende wetgeving hebben (het zgn 'shopping'). Hierbij spelen waarschijnlijk de volgende factoren echter een nog grotere rol; de uitgebreide jurisprudentie bij de betreffende wetgeving en de overheidsorganen (waaronder een speciale rechtbank voor vennootschapszaken) die de vennootschap ten dienste staan. Delaware^{*3} heeft lange tijd tot de meest populaire staten in dit verband behoord. Er zijn voorstellen geweest voor een 'Uniform Business Corporation Act', naderhand gewijzigd in een 'Model Act' en uiteindelijk in 1984 in een 'Revised Model Business Corporation Act', welke door een groot aantal staten in grote lijnen is overgenomen, doch door geen enkele staat integraal, met als gevolg dat iedere staat toch zijn eigen 'Corporation Act' heeft. Bij de beoordeling van de toelaatbaarheid en toepasbaarheid voor een vennootschap van de verschillende middelen en constructies zal dus in eerste instantie gekeken moeten worden naar de wet van de staat volgens welke de vennootschap is opgericht, vervolgens naar de rechtspraak van de betreffende staat en tenslotte naar de in die staat geldende 'best practice'. Daarnaast kan een en ander dan nog beoordeeld worden naar het recht van de staat of staten waarin de vennootschap werkzaam is.

Zonder nader in te willen gaan op de inhoudelijke regeling van het vennootschapsrecht zoals dat in de meeste staten van kracht is^{*4}, is het in dit verband toch goed te wijzen op een tweetal grondregels, welke gezamenlijk als een rode draad door het vennootschapsrecht van alle staten heen lopen, en welke bij alle door organen van de vennootschap te nemen beslissingen een zeer belangrijke rol spelen:

2) Zie hierover Landau, W.L., The federal and state roles in regulating United States business corporations, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 55 e.v.

3) In januari 1988 waren 56% van de Fortune lijst met 500 grootste vennootschappen en bijna de helft van de vennootschappen die op de New York Stock Exchange waren genoteerd in Delaware gevestigd; The Wall Street Journal, May 2, 1988. Gezien recente, in dit verband ongunstige, uitspraken in Delaware, en de voor het management gunstige wetgeving in sommige andere staten, zou Delaware wel eens haar vooraanstaande plaats op dit gebied kunnen verliezen.

4) Hiervoor wordt verwezen naar de handboeken, waaronder Henn, Harry G. en Alexander, John R., Laws of Corporations, West Publishing Company, 1983; Corporation Law Guide (losbladig), Commerce Clearing House, Inc.; Clark, Robert Charles, Corporate Law, Little, Brown and Company, Boston 1986.

1. het bestuur treedt op als 'fiduciaries' van de aandeelhouders;
2. 'the business judgement rule'.

Ad 1. Als 'fiduciaries' dient het bestuur de volgende twee plichten na te komen; bij het uitoefenen van zijn taak dient het bestuur de nodige zorgvuldigheid ('due care') te betrachten (de bestuurders dienen te handelen in wat zij redelijkerwijs het belang van de vennootschap achten, met de zorg die men redelijkerwijs van een doorgaans verstandige persoon in een overeenkomstige positie en in gelijkwaardige omstandigheden zou mogen verwachten; voorts dient het bestuur aan de eisen van loyaliteit ('loyalty') te voldoen (als een bestuurder een persoonlijk belang heeft in een zaak die de vennootschap aangaat, dient hij hierbij alle eerlijkheid te betrachten).

Ad 2. De strikte toepassing van het bovengenoemde principe wordt versoept door de 'business judgment rule'*⁵, krachtens welke een rechtbank geen verder onderzoek zal verrichten naar een redelijk onderbouwde 'business judgment' waarbij voor de bestuurders geen eigen belangen spelen, mits deze 'judgment' niet irrationeel, roekeloos of (in Delaware) grovelijk nalatig is. Op het gebied van de toepassing van beschermingsmaatregelen heeft de 'Delaware Supreme Court', in het besef dat het management in de verleiding kan raken uit eigenbelang te handelen, bovendien geëist dat het bestuur kan aantonen dat er een gevaar voor de vennootschap dreigt en dat de beschermingsmiddelen en -constructies die in stelling worden gebracht in een redelijke verhouding staan tot het afwenden van dit gevaar.

VIII.2.2. (Beurs)overval - Openbaar bod

Onvriendelijke of ongewenste overnemingen*⁶ zijn in de V.S. anders dan in Nederland aan de orde van de dag. De mogelijkheden voor een beursoverval zijn in de V.S. echter beperkter dan in Nederland. Een ieder die meer dan 5 procent van het aandelenkapitaal van een vennootschap verworft, dient dit binnen 10 dagen aan te melden bij de 'Securities and Exchange Commission' (SEC)*⁷. De eerste 10 dagen zijn dus vrij en in die periode kan onder omstandigheden een aanzienlijk pakket verworven

5) Met betrekking tot de 'business judgment rule' dient er hier op gewezen te worden dat in 1988 (met name in de laatste maanden van dat jaar) in Delaware veel beroering is ontstaan over een aantal zaken waarbij de mogelijkheden van het bestuur om het bedrijf tegen overname te beschermen steeds verder zijn beperkt.

6) In de V.S. spreekt men over 'hostile or contested takeover'.

7) Er is een wetsvoorstel onder de naam 'Tender Offer Disclosure and Fairness Act of 1987' - welke in september 1987 is goedgekeurd door 'the Senate Banking committee - waarin wordt voorgesteld om deze termijn te verkorten tot 5 dagen, en verwerving van meer dan 5 procent te verbieden zolang geen aanmelding bij de SEC heeft plaatsgevonden, zie paragraaf VIII.2.3.. Vgl. ook het voorstel voor een richtlijn van de raad van de EG voor een meldingsplicht van een verkrijging of vervreemding van bepaalde aandelenpakketten; zie hierover paragraaf VIII.8.

worden*⁸.

Een beursoverval wordt doorgaans gevolgd door een openbaar bod, hetgeen dan vaak als onvriendelijk of ongewenst bestempeld zal worden. Ook een openbaar bod zonder voorafgaande aankopen ter beurse of anderszins is uiteraard mogelijk. Bij openbare biedingen kan onderscheid gemaakt worden tussen biedingen waarbij door de overnemende vennootschap een bod gedaan wordt op de aandelen van de over te nemen vennootschap, bestaande uit:

1. een bod uitsluitend in contanten ('any and all cash'), of
2. een bod in waardepapieren (aandelen of obligaties of een combinatie daarvan) van de overnemende vennootschap ('paper bid') of
3. een bod op een zodanig aantal aandelen dat de overnemer tezamen met de reeds in zijn bezit zijnde aandelen juist iets meer dan 50 procent van de aandelen verkrijgt*⁹ ('two-tier acquisition' of 'two-tier-front-end-loaded acquisition'), waarna de overnemer vervolgens tracht de resterende aandelen - zo mogelijk goedkoper - te verkrijgen, o.a. door middel van een juridische fusie van de overnemende en de gedeeltelijk overgenomen vennootschap ('second-step acquisition' of 'second-step or two-step merger'*¹⁰), of
4. een combinatie van een of meer van deze drie soorten biedingen.

Opgemerkt dient te worden dat, aangezien in de praktijk geen enkel openbaar bod zal leiden tot het bezit van alle aandelen van de over te nemen vennootschap, alle openbare biedingen zullen worden gevolgd door 'second step mergers'.

Besturen van potentiële overnamekandidaten zijn het meest bevreesd voor het onder 1 genoemde bod, luidende uitsluitend in contanten en dikwijls 40 à 50 procent*¹¹ hoger dan de op dat moment geldende beurskoers*¹². De opbrengst voor aandeelhouders staat met het uitbrengen van het bod vast. Indien de vennootschap zich tegen een dergelijk bod met behulp van beschermingsmiddelen en -constructies wil verzetten, zal zij over het voetlicht moeten zien te krijgen dat de vennootschap als

8) Een zgn 'street sweep'. Een dergelijke verkrijging staat in Groot Brittannië bekend als 'dawn raid'; zie hierover paragraaf VIII.3.3. Rule 5.

9) In Nederland is een bod op een deel van de aandelen van eenzelfde soort niet mogelijk. Vgl. art. 6 lid 1 S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975. Den Boogert. M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 55 en 56, ziet voordelen in regelgeving voor een partieel bod; zie hierover paragraaf IX.3.4.

10) Het eerste bod wordt doorgaans uitgebracht uitsluitend in contanten, terwijl het tweede vaak in waardepapieren van de overnemer luidt, met als gevolg dat het tweede bod dikwijls een lagere waarde heeft dan het eerste.

11) Davidson, Kenneth M., Megamergers, corporate America's billion-dollar takeovers, Ballinger Publishing Company, blz. 3.

12) Indien het een aanzienlijk hoger bod is dat hoogst waarschijnlijk aanvaard zal worden, spreekt men in de V.S. wel van een 'knock-out' bod.

zelfstandige eenheid meer winstmogelijkheden heeft, en derhalve meer waard is dan het bod; met andere woorden het bod is te laag en niet in het belang van de aandeelhouders, zodat bescherming van de vennootschap tegen de overname alleszins gerechtvaardigd is. Dit zal dikwijls geen gemakkelijke, zo niet onmogelijke, taak zijn^{*13}. De overnemer op zijn beurt kan het bod verhogen. Daartegenover kan de vennootschap trachten een bevriende vennootschap ('white knight')^{*14} te vinden die bereid is een hoger bod uit te brengen.

Bij het onder 2 genoemde bod (waardepapieren van de overnemer) komt er een ander element in het spel, en wel de contante waarde van deze waardepapieren en daarmee de uiteindelijke waardering van het bod zelf. Dit element laat ruimte voor interpretatie en op grond daarvan is de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies verdedigbaar. Een nadeel van een bod in waardepapieren is dat hiervoor eerst toestemming van de SEC verkregen dient te worden alvorens het bod kan worden uitgebracht (anders dan bij een bod in contanten) en dus meer tijd in beslag neemt. Deze toestemming is vereist omdat het hierbij een bod met nieuwe effecten betreft, in plaats van alleen maar een bod in contanten op reeds bestaande effecten.

Het onder 3 genoemde bod, de zogenaamde 'two-tier acquisition'^{*15} geniet een zekere populariteit bij overnemers, doch schijnt op steeds meer weerstand te stuiten. Bij een dergelijk bod bestaat niet alleen de kans dat aandeelhouders die zich aanvankelijk in gelijke omstandigheden bevonden uiteindelijk anders behandeld worden, doch ook dat er een of meer minderheidsaandeelhouders overblijven waarvan de rechten alsdan beperkt zullen zijn. Gelet op de bezwaren die tegen een dergelijk bod ingebracht kunnen worden, neemt de algemene bereidheid om te aanvaarden dat vennootschappen zich tegen een zodanig bod verzetten en zich beschermen toe. Een aantal van de hierna te noemen beschermingsmiddelen is vooral tegen deze 'two-tier acquisitions' gericht.

13) Een voorbeeld hiervan is de overname (augustus - september 1987) door de Engelse vennootschap Blue Arrow PLC van de veel grotere Amerikaanse vennootschap Manpower Inc.. Blue Arrow deed een 'any and all cash' bod, waartegen Manpower aanvankelijk ernstige bezwaren had ('There are only three things that can throw Manpower out of its stride', aldus het bestuur van Manpower, 'civil insurrection, national disaster and war. This is war'). Manpower heeft verschillende beschermingen bekeken, waaronder: herkapitalisatie, aanzienlijke verhoging dividend, acquisitie van een onderneming, verschillende 'white knights', doch moest uiteindelijk met Blue Arrow tot overeenstemming komen, in deze zin dat zij nog bereikt heeft dat Blue Arrow het contante bod iets verhoogd heeft. Een deel van de verhoging had betrekking op een 'no shop' bepaling, inhoudende dat Manpower geen hoger bod meer zou uitlokken van een andere partij. The Independent, August 12-22, 1987.

14) Zie hierover paragraaf VIII.2.4.4.(d).

15) Naast de 'two-tier offers', waarbij de 'back-end merger' plaatsvindt tegen een lagere prijs, kunnen overnemers ook een bod in contanten uitbrengen op een beperkt aantal aandelen (de grens hoeft hierbij niet op 50% te liggen) dat gevolgd wordt door een 'second-step merger' waarbij effecten betrokken zijn waarvan de beoogde waarde dezelfde is (niet lager) als die van de te kopen aandelen.

VIII.2.3. Wetgeving en andere regelgeving

Anders dan in ons land bestaan er in de V.S. wel regels met betrekking tot (onvriendelijke) overnemingen die de status van wet hebben. Op federaal niveau zijn er twee. De oudste (1968) is de 'Williams Act'. De andere is de 'Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act of 1976'. Voorts is er een wetsvoorstel onder de naam 'Tender Offer Disclosure and Fairness Act of 1987' dat beoogt het gehele proces van overnemingen doorzichtiger en beter controleerbaar te maken. Daarnaast zijn er de hiervoor reeds genoemde state laws van de staat waaronder de vennootschap is opgericht.

'Williams Act'

De 'Williams Act' is ingevoerd als een reactie op ongewenst geachte overnamepraktijken in de jaren zestig, zoals het geruisloos al dan niet via de beurs verwerven van substantiële aandelenpakketten en het uitbrengen van een 'tender offer' dat slechts zeer korte tijd openstond, zodat aandeelhouders in bepaalde situaties - uit vrees anders te laat te zijn - als het ware gedwongen werden op het 'tender offer' in te gaan zonder zich van te voren goed te hebben kunnen informeren omtrent de hoogte van het bod.

De 'Williams Act' heeft in het bijzonder betrekking op 'tender offers'¹⁶. Zij beoogt het volgende. Enerzijds het vermijden van praktijken waarbij aandeelhouders uit onwetendheid handelen, en anderzijds aandeelhouders tijd en voldoende informatie (publicatie verplichting) te verschaffen om zich een goed oordeel te kunnen vormen. Daarnaast vereist de wet dat een ieder die 5 procent of meer van de aandelen van een vennootschap heeft verworven - ongeacht of vervolgens een 'tender offer' wordt uitgebracht - zich bekend maakt en aangeeft wat de bedoeling van de verkrijging is. De 'Williams Act' eist ook dat het bestuur een standpunt inneemt met betrekking tot een op de aandelen van hun vennootschap uitgebracht openbaar bod (of eventueel verklaart waarom het hiertoe niet in staat is), en wel binnen 10 werkdagen nadat het bod is uitgebracht. Voorts is vereist dat het bestuur bekend maakt of bijvoorbeeld alternatieve transacties worden overwogen.

Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act of 1976

Deze wet heeft tot doel de 'antitrust authorities' in het 'Justice Department' in de gelegenheid te stellen voorgenomen fusies en overnemingen te onderzoeken op eventuele strijdigheid met antitrust wetgeving. Overnemers zijn, indien de overname een bepaald belang te boven gaat, verplicht de 'federal antitrust agencies' en de over te nemen vennootschap in te lichten omtrent de voorgenomen verkrijging en voorts de voorgeschreven informatie te verstrekken. De 'antitrust officials' hebben vervolgens in het geval van een 'tender offer' in contanten 15 dagen en anders 30 dagen de gelegenheid om te beslissen of de verkrijging in

16) De 'Williams Act' bevat geen definitie van 'tender offer', met als gevolg dat het moeilijk is de door deze wet gestelde eisen te omzeilen door transacties die niet onder de definitie zouden vallen, maar in de praktijk wel het effect van een 'tender offer' zouden hebben. Voor een uitgebreide behandeling van de 'Williams Act' en de verschijningsvormen van 'tender offers' zie Clark, Robert Charles, Corporate Law, blz. 531 e.v.

strijd is met de antitrust wetgeving.

Op federaal niveau zijn er wetsvoorstellen gedaan de toepassing van een aantal beschermingsmiddelen en -constructies aan banden te leggen, doch de Reagan regering heeft zich hiertegen tot op heden verzet^{*17}.

Wetsvoorstel met betrekking tot het openbaar maken van een openbaar bod

Dit betreft een wetsvoorstel dat in september 1987 is goedgekeurd door 'the Senate Banking Committee'. Het voorstel beoogt het gehele proces van overnemingen doorzichtiger en beter controleerbaar te maken. De termijn waarbinnen iemand die meer dan 5 procent van het aandelenkapitaal van een vennootschap verwerft dit moet melden bij de SEC wordt verkort van 10 tot 5 dagen^{*18}. Verwerving van meer dan 5 procent is niet toegestaan zolang deze aanmelding bij de SEC niet heeft plaatsgevonden. Voorts moet, volgens het ontwerp, de betreffende koper schriftelijk verklaren wat zijn intenties zijn: belegging of overname. Indien het gaat om een poging tot overname moeten nadere inlichtingen worden verschaft over de financiering van het bod.

State laws

Iedere staat heeft, zoals eerder vermeld, zijn eigen 'Corporation Act' en kan voorts uiteraard zijn eigen wetten maken. Verschillende staten^{*19} hebben en maken 'anti-takeover laws', niet alleen om lokale vennootschappen en hun aandeelhouders te beschermen, doch waarschijnlijk ook mede om zoveel mogelijk vennootschappen over te halen zich statutair in de betreffende staat te vestigen ('shopping'). Dit heeft tot gevolg gehad dat, teneinde geen vennootschappen uit de staat te zien vertrekken, ook de voor wat betreft het vennootschapsrecht meest liberale staten niet achter konden blijven. Zo heeft de staat Delaware in januari 1988 een nieuwe 'anti-takeover law' ingevoerd, die o.a. vijandige overnemers van 15 procent of meer van het stemgerechtigde aandelenkapitaal van een over te nemen vennootschap verbiedt, zich, behoudens enkele uitzonderingen, binnen drie jaar nadat de 15% grens is overschreden te fuseren met laatstgenoemde vennootschap.

Een complicatie bij een 'State law' is dat hij niet in strijd mag zijn met de federale wetgeving ('unconstitutional'). De kans hierop is in be-

-
- 17) The Energy and Commerce Committee van de Senaat heeft op 2 augustus 1984 voorgesteld dat
- a) toekenning van 'golden parachutes' tijdens een overname bieding niet zijn toegestaan,
 - b) inkoop van eigen aandelen boven de waarde en voor meer dan 3 procent van het geplaatste kapitaal de goedkeuring behoeft van de 'general meeting',
 - c) vennootschappen tijdens een overname bieding geen eigen aandelen mogen inkopen,
 - d) vennootschappen tijdens de overname bieding niet meer dan 5 procent van het geplaatste kapitaal mogen uitgaven, tenzij dit wordt goedgekeurd door de 'general meeting'

- 18) Zie paragraaf VIII 2 2

- 19) Begin 1988 waren dat 27 staten

ginsel bij een 'anti-takeover law' groot gelet op de materie die in een dergelijke wet geregeld wordt (strijd met de 'Williams Act', belemmering van het vrije verkeer tussen staten, etc.) De kans hierop is verminderd sedert de uitspraak van het 'US Supreme Court' in de zaak CTS Corporation tegen Dynamics Corporation of America, waarbij een 'anti-takeover law' van de Staat Indiana verbindend werd verklaard. (De betreffende wet bepaalt o.a. dat een onvriendelijke overnemer het stemrecht op de door hem verkregen aandelen alleen mag uitoefenen indien een meerderheid van de overige aandeelhouders dit heeft goedgekeurd). Belanghebbenden bij overnemingen oefenen dikwijls druk uit op de bevoegde autoriteiten om een 'anti-takeover law' door het bevoegde federale hof van beroep of zonodig in hoogste instantie door het 'US Supreme Court' 'unconstitutional' te laten verklaren. Opgemerkt dient te worden dat eerdere 'state statutes' die het openbaar bod beoogden te regelen in het algemeen ongrondwettig zijn verklaard. Meer recente wetten op het gebied van interne zaken zoals stemrecht en fusies (en niet op dat van het openbaar bod), die traditioneel gezien onder de vennootschapswetgeving van de afzonderlijke staten vallen, zijn daarentegen wel grondwettig verklaard. Een dergelijk verzoek is door de Securities and Exchange Commission (SEC) ingediend ten aanzien van genoemde nieuwe Delaware 'anti-takeover law'. Deze nieuwe wet is door verschillende rechtscolleges grondwettig verklaard.

De onder 'State laws' door 'boards' van vennootschappen te nemen besluiten kunnen in rechte worden getoetst door de 'courts' van de betreffende staat. In het algemeen kan gesteld worden dat de 'courts' in beginsel welwillend staan tegenover handelingen waarvan de 'board' van oordeel is dat deze in 'the best interests' van de vennootschap en haar aandeelhouders zijn ('the business judgement rule'^{*20}).

Bij de uitvoering van de federale wetten speelt de 'Securities and Exchange Commission' (SEC) een belangrijke rol. Vele van de mededelingen die door partijen moeten worden gedaan moeten mede aan de SEC worden gedaan, terwijl de SEC ook zelfstandig verordende bevoegdheid heeft^{*21}. De SEC is een onafhankelijke 'bipartisan quasi-judicial agency' van de federale regering, bestaande uit vijf 'commissioners', die na advies en met instemming van de senaat voor een periode van vijf jaar door de president van de V.S. worden benoemd. Niet meer dan drie leden mogen lid zijn van dezelfde politieke partij.

Het resultaat van de federale wetgeving is dat op een (onvriendelijke) overname procedures en tijdschema's van toepassing zijn, waardoor de zgn

20) Zie paragraaf VIII.2.1.

21) Zo heeft de SEC in september 1987 belanghebbenden om commentaar gevraagd met betrekking tot een voorstel voor een regel die een techniek die bekend staat onder de naam 'sweeping the street' aan banden legt. De voorgestelde regel verbiedt, met bepaalde uitzonderingen, bieders en andere personen, door middel van grote open markt of onderhandse transacties, het verwerven van een belang van 10% of meer, tijdens of binnen 10 dagen na het eindigen van het bod. De hoofden van een drietal officiële organen van regering hebben ernstige bezwaren tegen het voorstel geuit; The Wall Street Journal, December 30, 1987.

'midnight-merger' onmogelijk is geworden^{*22}.

Procedures en tijdschema's kunnen gemakkelijk overtreden worden of vermeend worden overtreden te zijn. Overtredingen vormen een goed uitgangspunt voor een gerechtelijke procedure. Deze worden dan ook veelvuldig en bij voorkeur in het beginstadium van een overname gevoerd. De over te nemen vennootschap - die vaak als eiseres optreedt - beoogt daarmee doorgaans niet in de eerste plaats in het gelijk gesteld te worden, doch dikwijls (uitsluitend) tijd te winnen. Dit laatste kan vooral van belang zijn om beschermingsmiddelen en -constructies in te voeren, in stelling te brengen of af te schieten. Hierbij moet dan vooral worden gedacht aan de statutaire beschermingsmiddelen door statutenwijziging ('charter amendments'), het zo mogelijk creëren van een antitrust probleem, het opvoetsen van de 'crown jewel', het in werking stellen van een 'poison pill', of (in uiterste nood) het vinden van een 'white knight'. Deze beschermingen en een aantal andere komen aan de orde in de volgende paragrafen.

VIII.2.4. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

Evenals dit in hoofdstuk III voor de situatie in Nederland is gedaan, kan ook voor de Amerikaanse een onderscheid gemaakt worden in^{*23}:

1. statutaire beschermingsmiddelen ('charter amendments')(VIII.2.4.1.);
2. buiten-statutaire beschermingsconstructies (VIII.2.4.2.);
3. 'wettelijke' maatregelen (VIII.2.4.3.);
4. andere maatregelen (VIII.2.4.4.).

Ook hier is het onderscheid niet altijd scherp te trekken; enkele middelen kunnen in meer dan een categorie vallen.

VIII.2.4.1. De statutaire beschermingsmiddelen

De statutaire beschermingsmiddelen beogen het verkrijgen door de overnemer van een controlerend belang in de over te nemen vennootschap te vertragen of beter, evenals bij de andere beschermingsconstructies en maatregelen, de overnemer van zijn poging tot overname te doen afzien^{*24}. De statutaire beschermingsmiddelen kunnen ook weer onderscheiden worden in:

- a. middelen die er op gericht zijn de bevoegdheid van de 'stockholders meeting' te beperken (VIII.2.4.1.1.), en
- b. middelen die niet beogen de macht van de 'stockholders meeting' te beknotten, doch die zich meer bewegen op het terrein van de

22) Davidson, Kenneth M., Megamergers, corporate America's billion-dollar takeover, Ballinger Publishing Company, blz. 57.

23) Clark, Robert Charles, Company Law, blz. 571, verdeelt de maatregelen die genomen kunnen worden tegen een onvriendelijke overname in twee grove categorieën. Enerzijds de maatregelen die genomen kunnen worden voor er een overnamepoging gedaan is en anderzijds de maatregelen die genomen kunnen worden zodra een overnamepoging aan de horizon verschijnt.

24) Deze middelen worden daarom ook wel aangeduid met de naam 'shark repellents'.

samenstelling van die 'meeting' (VIII.2.4.1.2.)*25.

VIII.2.4.1.1. Beperking bevoegdheden 'stockholders meeting'

Hieronder zijn te rangschikken:

(a) 'classified or staggered board'

Alle bestuurders ('members of the board') worden in beginsel jaarlijks benoemd. De overnemer die een meerderheid van de stemmen heeft verkregen kan bij de eerstkomende gelegenheid een hem welgezinde 'board' benoemen. Om dit te bemoeilijken kunnen de 'board members' in meerdere 'classes' worden verdeeld, doorgaans drie, waarbij elke 'class' voor drie jaar wordt benoemd, en wel zodanig dat ieder jaar slechts een derde van het totaal aantal 'board members' behoeft te worden benoemd. Met een 'classified or staggered board' wordt de overgang van de zeggenschap in een vennootschap vertraagd.

(b) 'cumulative voting'*26

De 'board members' worden gekozen bij gewone meerderheid van stemmen. Dit heeft tot gevolg dat een meerderheidsaandeelhouder alle 'board members' kan benoemen. Om dit te voorkomen kan een systeem van 'cumulative voting' worden ingevoerd, hetgeen inhoudt dat iedere aandeelhouder zoveel stemmen mag uitbrengen als hij normaal met zijn aandelen zou kunnen uitbrengen, vermenigvuldigd met het aantal te benoemen 'directors'. Deze stemmen mogen worden uitgebracht op een 'director' of verdeeld worden over meerdere 'directors'. Op deze wijze kan een belangrijke minderheidsaandeelhouder - afhankelijk van het aantal stemgerechtigde aandelen dat hij bezit - veelal een of meer 'directors' benoemen. Hoe groter het aantal te benoemen 'directors' is, des te minder stemgerechtigde aandelen zijn er nodig om tenminste een 'director' te benoemen. Het systeem van 'cumulative voting' wordt dikwijls gecombineerd met de hiervoor genoemde 'classified or staggered board', met de bedoeling de overgang van de zeggenschap nog verder te vertragen. Er kleeft echter ook een bezwaar aan dit systeem. Een overnemer kan bij het bezit van een bepaald percentage aandelen - zonder dat dit een meerderheid behoeft te zijn - de mogelijkheid krijgen

25) Een ander vanuit het Amerikaanse recht beschouwd onderscheid wordt gemaakt door Edward F. Greene, Mitchell S. Dupler, Alan B. Cohen en Linda S. Mattack in: 'Structural Defenses: charter and by-law amendments and poison pills', verschenen in 'Hostile Battles for Corporate Control 1987':

"The 'shark repellants' generally fall into three categories:

- (a) those impending transfer of control of the board of directors to a new shareholder;
- (b) those creating voting barriers to the second-step acquisition transaction following a successful hostile tender offer; and
- (c) those mandating that a 'fair price' be paid in any such second-step acquisition transaction."

26) Het systeem van 'cumulative voting' is in een meerderheid van de staten toegestaan en in een minderheid verplicht. Er is een tendens om de verplichting tot opneming in de statuten af te schaffen. Recentelijk Ohio (1986). Zie ook Handboek, No. 219.

een of meer 'directors' te benoemen^{*27}. Indien hem dit lukt zullen de beraadslagingen binnen de 'board' er uiteraard niet eenvoudiger op worden; de overvaller kan dan immers in de keuen van zijn doel kijken. Dit bezwaar kan echter worden ondervangen door het systeem van 'cumulative voting' pas van kracht te laten worden als de overnemer een aanzienlijk aantal aandelen heeft verkregen.

(c) 'removal of directors'

Een overnemer die een voldoende aantal stemmen bezit (in het normale geval de meerderheid en in andere gevallen twee/derde) kan de 'board' ontslaan en een hem welgezinde nieuwe benoemen. Dit kan bemoeilijkt worden door in de statuten:

- (i) een beschermende bepaling op te nemen in de vorm van de onder (b) genoemde 'cumulative voting', en wel in deze vorm, dat indien de stemmen uitgebracht tegen het ontslag van een 'director' voldoende zijn om een 'director' te benoemen, de betreffende 'director' in functie blijft; en
- (ii) het vereiste op te nemen dat een ontslag alleen kan plaatsvinden 'for cause';
- (iii) te bepalen dat het aantal 'directors' niet verhoogd mag worden^{*28};
- (iv) te bepalen dat benoemingen bij tussentijdse vacatures alleen kunnen geschieden door de zittende 'board'^{*29}.

Dergelijke bepalingen versterken voorts de effectiviteit van de onder (a) genoemde 'classified or staggered board'.

(d) 'restrictions on voting'

In de meeste statuten kan in de statuten worden bepaald dat bepaalde soorten aandelen een beperkt of geen stemrecht hebben, behoudens ten aanzien van enkele belangrijke beslissingen (b.v. fusie of ontbinding)^{*30}. Dit opent in beginsel de mogelijkheid een belangrijke stemmenmacht bij bevriende relaties onder te brengen, zij het dat voor het uitgeven van aandelen met een bevoorrecht stemrecht doorgaans de goedkeuring nodig is van de bestaande aandeelhouders^{*31}. Is eenmaal deze goedkeuring vastgelegd in de statuten, dan kan elke volgende uitgifte van aandelen met bevoorrecht stemrecht geschieden zonder dat goedkeuring van de aandeelhouders nodig is.

27) De te Cincinnati (Ohio) gevestigde Procter & Gamble Co. heeft recentelijk (oktober 1987) het systeem van 'cumulative voting' afgeschaft, hetgeen mogelijk was nadat Ohio in het voorgaande jaar de verplichting tot opnemng van dit systeem in de statuten had afgeschaft.

28) Voor Nederland zie paragraaf IV.1.4.

29) Vgl. onze ontstentenis of belet regeling; zie paragraaf IV.1.6.

30) In dat geval wordt er gesproken over 'dual classes of stock' of 'superstock'. De aandelen met volledig stemrecht worden dikwijls aangeduid met 'class B shares'.

31) Voor Nederland zie paragraaf IV.1.8.2.

In dit verband is het van belang te letten op de eisen die de verschillende Amerikaanse beurzen aan fondsen stellen om tot de notering te worden toegelaten, dan wel op de betreffende beurs genoteerd te blijven. De voor wat betreft omzet grootste beurs van New York, de New York Stock Exchange (NYSE), gaat er in haar 'Shareholders Participation Rules'^{*32} van uit dat het recht van de aandeelhouder om te stemmen (in verhouding tot zijn bezit) beschermd dient te worden en ontmoedigt dan ook maatregelen van een vennootschap tegen diegene die probeert een belangrijk aandelenbezit in de vennootschap op te bouwen. De genoemde NYSE rules staan dan ook niet toe:

- (i) dat een vennootschap twee soorten aandelen heeft met verschillend stemrecht^{*33};
- (ii) stemrechtsovereenkomsten, waarbij aan niet aandeelhouders stemrecht wordt toegekend^{*34};
- (iii) bepaalde uitgiften van een groot aantal aandelen met betrekking tot een verkrijging of een wijziging van de zeggenschap over de vennootschap zonder toestemming van de bestaande aandeelhouders^{*35}.

De via de National Association of Securities Dealers, Inc. ('NASD') genoteerde fondsen (over-the-counter), welke in aantal sterk toenemen, zijn in het geheel niet onderworpen aan 'Shareholders Participation Rules', terwijl de American Stock Exchange ('Amex') aanzienlijk soepelere regels hanteert. Zowel NASD als Amex staan de op deze beurzen genoteerde vennootschappen toe de zeggenschap in de vennootschap te consolideren bij de bestaande aandeelhouders door de uitgifte van een afzonderlijk soort genoteerde aandelen met een beperkt stemrecht of zonder stemrecht. Dit heeft tot gevolg gehad dat er op grond van concurrentie-overwegingen druk op de NYSE is ontstaan om zijn huidige regels te versoepelen. In september 1986 heeft het bestuur van de NYSE een gewijzigd voorstel van een speciaal daartoe benoemde commissie goedgekeurd, waarbij afwijkend stemrecht voor aandelen van dezelfde soort is toegestaan, onder voorwaarde dat de afwijkende stemrechtbepaling goedgekeurd is door zowel:

- (i) een meerderheid van de onafhankelijke 'directors' van de vennootschap, als
- (ii) een meerderheid van de stemmen die uitgebracht kunnen worden door de aandeelhouders, niet zijnde 'directors or officers' of hun familieleden.

De versoepeling van de regeling heeft tot gevolg gehad dat het aantal op de NYSE genoteerde vennootschappen met 'dual classes of stock' aanzienlijk is toegenomen, zodanig zelfs dat de SEC de regel heeft ingevoerd dat bij een ter beurse genoteerde vennootschap ieder aandeel een stem dient

32) NYSE Listed Company Manual, edition June 1983, par. 3 ('NYSE Manual').

33) NYSE Manual, sections 308 en 313.

34) NYSE Manual, sections 308 en 313.

35) NYSE Manual, section 312.

te hebben, 'one share, one vote rule'. Invoering van deze regel zou tot gevolg hebben dat nieuwe vennootschappen met 'dual classes of stock' niet meer ter beurse van de NYSE genoteerd kunnen worden.

(e) 'special meetings'

Naast de jaarlijkse 'meeting' van aandeelhouders mag een vennootschap zoveel 'special meetings' houden als zij zelf wil. De statuten bepalen doorgaans wie het recht hebben bijeenroeping van een 'special meeting' te vragen (gewoonlijk de 'president', de 'board of directors' of een groep aandeelhouders vertegenwoordigende een bepaald percentage van het kapitaal). Volgens de wetgeving van sommige staten hebben de aandeelhouders dit recht alleen indien de statuten hen dit recht geven. In die gevallen is het dus mogelijk het recht om een 'special meeting' bijeen te roepen alleen toe te kennen aan bepaalde 'directors', etc. Op deze wijze kan vermeden worden dat aandeelhouders tussentijds een 'special meeting'

bijeen laten roepen met als doel om de 'board' te vervangen^{*36}. Een dergelijke voorziening in de statuten kan ook zin hebben als bescherming tegen een minderheidsaandeelhouder, omdat direct voorafgaande aan een 'meeting' doorgaans een 'proxy contest' plaatsvindt, welke een minderheidsaandeelhouder wel eens aan de meerderheid van de stemmen zou kunnen helpen.

(f) 'written consent'

In een minderheid van de staten, doch voor oprichting van vennootschappen wel de belangrijkste, waaronder Delaware, is het mogelijk de besluitvorming van aandeelhouders te doen plaatsvinden bij 'written consent' in plaats van in een 'meeting', tenzij de statuten anders bepalen. Als vereiste voor een 'written consent' wordt gesteld dat een zodanig aantal stemmen voor het betreffende voorstel wordt uitgebracht als nodig geweest zou zijn in een 'meeting'. Deze regeling opent de mogelijkheid voor een aandeelhouder/overnemer 'to solicit written consents' om de 'board' te vervangen zonder dat een 'meeting' gehouden behoeft te worden; en wat nog belangrijker is, als de overnemer een meerderheidsbelang heeft, kan hij geheel zelfstandig handelen. Om dit te voorkomen kan het zin hebben in de statuten de mogelijkheid om bij 'written consent' te besluiten uit te sluiten, dan wel te bepalen dat dit alleen met algemene stemmen kan^{*37}.

(g) 'supermajority requirements'

Hiermede wordt bedoeld op grote meerderheidsvereisten. Dikwijls wordt een meerderheid vereist van 75 of 80 procent in plaats van de gebruikelijke gewone meerderheid. Deze meerderheidsvereisten, die vaak hoger zijn dan de - ondanks de 'proxy solicitation' - gemiddelde aanwezigheid op een 'meeting', worden doorgaans gesteld voor fusievoorstellen, verkoop van

36) Voor Nederland zie art. 109 en 110. Het komt voor dat statuten aan houders van een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal een eigen recht geven tot het bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders.

37) Voor Nederland zie art. 128.

nagenoeg alle of een belangrijk deel van de activa of ontbinding van de vennootschap^{*38}.

(h) 'lock-in provisions'

Dit zijn 'supermajority requirements' die betrekking hebben op de mogelijkheid de statuten te wijzigen. Dikwijls betreft het dan de onder de voorgaande letters genoemde bepalingen in de statuten, die betrekking hebben op het voorkomen of uitstellen van een wijziging van de zeggenschap in de vennootschap^{*39}.

In het algemeen kan gesteld worden dat de hiervoor genoemde statutaire beschermingsmiddelen niet erg effectief zijn gebleken. Een openbaar bod leidt in het algemeen tot een bezit van een percentage aandelen dat hoog genoeg is om aan de grote meerderheidsvereisten te voldoen. Een kapitaal-krachtige overnemer zal meestal bereid zijn om het uitstel van de overname van de macht te accepteren dat het gevolg is van de 'staggered board' bepalingen en van de bepalingen aangaande het ontslaan van het bestuur. Wat hierbij nog belangrijker is, is dat als de aandeelhouders, door een grote meerderheid van hun aandelen aan te bieden, eenmaal van hun instemming met het overnamebod hebben blijk gegeven, de druk op het bestuur om in te stemmen met de op handen zijnde overname sterk zal toenemen. Het bestuur zal in dergelijke gevallen zijn instemming meestal ook geven en vervolgens aftreden.

VIII.2.4.1.2. Beïnvloeding samenstelling 'stockholders meeting'

Hieronder zijn te rangschikken:

(a) 'restrictions on ownership and transfer of shares'

Indien het bezit van aandelen door buitenlanders of bepaalde andere personen de zaken of vergunningen van de vennootschap in gevaar zouden kunnen brengen (b.v. intrekking door een overheids- of semi-overheidsorgaan) kan getracht worden dit te voorkomen door in de statuten bepalingen op te nemen die het de 'board' mogelijk maken het bezit en de overdracht van aandelen aan beperkingen te onderwerpen. De wetgeving in sommige staten bepaalt dat indien een dergelijke bepaling wordt ingevoerd nadat de betreffende aandelen zijn uitgegeven deze bepaling de voorafgaande goedkeuring behoeft van de betreffende aandeelhouders. Dit bemoeilijkt uiteraard het invoeren van een dergelijke bepaling^{*40}.

(b) 'antigreenmail requirements'

Het woord 'greenmail'^{*41} wordt gebruikt indien iemand, die een substantieel pakket aandelen in een vennootschap heeft opgebouwd, met de

38) Voor Nederland zie paragraaf IV.1.9.

39) Voor Nederland zie paragraaf IV.1.11.

40) Voor Nederland zie paragraaf IV.2.2. en IV.2.3.

41) Zoals bekend zijn de Amerikaanse dollars groen van kleur.

vennootschap overeenkomt dat hij gedurende een bepaalde periode geen verdere pogingen in het werk zal stellen de vennootschap over te nemen of dat hij zijn aandelen in de vennootschap niet zal verkopen aan een andere de vennootschap onwelgevallige partij^{*42}. Hiertegenover verbindt de vennootschap zich het tot op dat moment opgebouwde pakket over te nemen (in te kopen), doorgaans tegen een prijs welke boven de marktwaaarde en vaak ook aanzienlijk boven de verkrijgingsprijs ligt. De term 'greenmail' geeft het teruggekochte pakket aandelen aan. Teneinde aan een potentiële overnemer van te voren duidelijk te maken dat de vennootschap niet bereid is op zulke praktijken in te gaan, heeft een aantal vennootschappen in hun statuten de bepaling opgenomen dat dergelijke inkoop van aandelen boven de reële waarde niet zijn toegestaan, tenzij hetzelfde aanbod wordt gedaan aan alle aandeelhouders of tenzij de aandeelhouders de inkoop hebben goedgekeurd, eventueel met een supermajority zoals besproken in paragraaf VIII.2.4.1.1. onder letter (g)^{*43}.

(c) 'placing shares in friendly hands'

Uitgifte van aandelen aan een bevriende relatie. Anders dan in Engeland^{*44} is dit in de V.S. tijdens een overnamebieding in beginsel^{*45} wel toegestaan^{*46}.

(d) 'blank check preferred stock'

Met deze term wordt aangeduid dat aan de 'board' de bevoegdheid is gegeven preferente aandelen uit te geven^{*47} onder door haar vast te stellen voorwaarden, waaronder het stemrecht, het dividendrecht, het conversierecht en andere rechten. Deze preferente aandelen kunnen in geval van een overval worden uitgegeven aan bevriende relaties, doch ook worden gebruikt als 'poison pills'.

42) Deze overeenkomst tussen bidder en de betreffende vennootschap wordt ook wel 'standstill agreement' genoemd, zie paragraaf VIII.2.4.4.(1).

43) Ook via wetgeving wordt getracht een halt toe te roepen aan het misbruik dat gemaakt wordt van 'greenmail'. Hierbij wordt o.a. gedacht aan belastingmaatregelen ten aanzien van de met 'greenmail' verkregen winsten. Een dergelijke wettelijke bepaling is er tot op heden echter niet.

44) Zie paragraaf VIII.3.3. letter (g).

45) Een besluit van de 'board' om aandelen bij derden te plaatsen wordt - tenzij er sprake is van een eigen belang, fraude of kwade trouw - in het algemeen beschermd door 'the business judgement rule', ervan uitgaande dat de 'board' met de nodige zorgvuldigheid ('on an informed basis') heeft gehandeld en in de veronderstelling dat de uitgifte in het belang is van de vennootschap.

46) Cook, Terence E., Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell, 1986, blz. 239, geeft als voorbeeld de uitgifte door Warner Communications Inc. in 1984 van aandelen (wederzijdse deelneming) aan Chris-Craft Industries Inc. naar aanleiding van een 'two-tier bid' van Rupert Murdoch. Zie voor de bijzondere afloop van deze zaak The Wall Street Journal, June 5, 1985.

47) Voor Nederland zie paragraaf V.4. e.v.

(e) 'poison pills'*48

Dit zijn gecompliceerde beschermingsmiddelen welke in veel varianten voorkomen. Het basismodel bestaat uit de uitgifte door de over te nemen vennootschap van een bepaalde soort aandelen aan haar aandeelhouders teneinde een overval af te weren. In het algemeen worden hiervoor preferente aandelen gebruikt, welke bij het slagen van een overname (juridische fusie) converteerbaar zijn in de aandelen van de verkrijgende vennootschap (de overnemer). Dit kan voor een overvaller financieel zeer nadelig zijn aangezien er een kapitaalverwatering optreedt.

Een nieuwe variant is de uitgifte door de over te nemen vennootschap van 'poison pill rights'. Het aantal varianten daarbij is eveneens legio, doch de vier belangrijkste zijn:

- (i) 'flip-over rights' - deze kunnen door aandeelhouders van de over te nemen vennootschap worden uitgeoefend in de vorm van op zichzelf financieel onaantrekkelijke preferente aandelen, zodat daarvan onder normale omstandigheden geen gebruik zal worden gemaakt. Indien de overname (juridische fusie) echter slaagt kunnen de rechten worden uitgeoefend in aandelen van de verkrijgende vennootschap (de overnemer) met als gevolg dat het aandelenkapitaal van de overnemer verwaterd*49;
- (ii) 'flip-in rights' - deze geven aan de aandeelhouders van de over te nemen vennootschap het recht indien een overnemer een bepaald percentage van de aandelen in de over te nemen vennootschap verkrijgt aandelen van deze vennootschap te verkrijgen tegen een fractie van de waarde, waardoor het belang van de overnemer in de vennootschap verwaterd;
- (iii) 'back-end rights' of 'fair-value rights' - deze geven aan de aandeelhouders van de over te nemen vennootschap het recht indien een overnemer een bepaald percentage van de aandelen in de over te nemen vennootschap verkrijgt hun aandelen aan de vennootschap aan te bieden in ruil voor contanten of andere waardepapieren van de vennootschap, welke een hogere waarde hebben dan de aandelen zelf. Bepaald kan worden dat bepaalde groot-aandeelhouders (overvallers) dit recht niet hebben (vgl. ook de hierna in paragraaf XI.2.4.1.3. onder letter (b) aan de orde komende 'mandatory redemption provisions')*50;

48) Sommige staten hebben wetten die hetzelfde effect hebben als dit statutaire beschermingsmiddel. Zie over 'poison pills' ook Moerland, P.W., De overnamemarkt in theorie en praktijk, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 852 en Gifpil, beschermingsvorm van twijfelachtig altooi, FD 5 okt. 1988.

49) Deze 'poison pill' is in 1984 gebruikt door Household International en in twee instanties (Delaware Court of Chancery en Delaware Supreme Court) overeind gebleven ('business judgement rule').

50) De uitsluiting van overnemers is kenmerkend voor de 'flip-in rights' en de 'back-end rights'. Deze uitsluiting is door de rechtbanken van een aantal staten onrechtmatig verklaard (niet in Delaware), terwijl New York onlangs een wet heeft aangenomen die een dergelijke uitsluiting expliciet toestaat.

- (iv) 'voting rights' of 'super-voting rights preferred stock dividend plan' - hierbij worden de stemrechten van een groot-aandeelhouder beperkt door de uitgifte van preferente aandelen, welke als soort hun goedkeuring moeten geven aan belangrijke besluiten, zoals b.v. fusie.

Voorwaarde voor het gebruik van deze 'poison pills' is doorgaans dat de 'board' de bevoegdheid heeft de preferente aandelen of de rechten uit te geven zonder goedkeuring van de aandeelhouders (zie ook de onder de vorige letter (d) genoemde 'blank check preferred stock').

VIII.2.4.1.3. Andere bepalingen

Hieronder zijn te rangschikken:

(a) 'social responsibility'

In de statuten kan worden bepaald dat indien een overname bod is gedaan de 'board' bevoegd of verplicht is na te gaan welke sociale en economische konsekwenties een wijziging van de zeggenschap in de vennootschap heeft ten opzichte van alle bij de vennootschap betrokkenen (werknemers, leveranciers, afnemers, etc.). Een dergelijke afweging geeft uiteraard geen volledige bescherming, doch geeft de 'board' wel een statutair door de aandeelhouders goedgekeurd extra handvat om bij de beoordeling van een bod of de toepassing van beschermingsmiddelen of constructies meerdere elementen te laten meewegen dan alleen economische of financiële^{*51}.

(b) 'fair price provisions/mandatory redemption provisions'

Een 'fair price provision' wordt in de statuten opgenomen om de in paragraaf VIII.2.2. besproken 'two-tier acquisitions' tegen te gaan. Deze bepaling beoogt te bereiken dat door de verkrijger bij een 'second-step' bieding aan de betreffende aandeelhouders een bod van dezelfde of een hogere waarde wordt gedaan als bij de 'first-step' bieding. Op deze wijze wordt getracht te voorkomen dat de verkrijger de resterende aandelen ten nadele van de betreffende aandeelhouders tegen een lagere prijs verkrijgt. De bepaling kan in bepaalde situaties niet van toepassing worden verklaard (b.v. indien de bieding door een bepaald aantal 'directors' of aandeelhouders is goedgekeurd).

Een soortgelijk resultaat kan ook verkregen worden door aan de overblijvende aandeelhouders gedurende een bepaalde periode na het slagen van de 'first-step' bieding het recht te geven hun aandelen aan de verkrijger aan te bieden ('put provision') tegen een 'fair price' ('mandatory redemption provision').

Deze bepalingen hebben uiteraard weinig of geen beschermend effect bij het eveneens in paragraaf VIII.2.2. besproken 'any and all cash' bod.

51) Voor Nederland zie paragraaf IV.3.1.

VIII.2.4.2. Buiten-statutaire beschermingsconstructies

(a) 'reincorporation'

Zoals in paragraaf VIII.2.1. vermeld kennen alle staten hun eigen 'Corporation Act'. De 'Corporation Act' van de ene staat staat welwillender tegenover het toelaten en toepassen van beschermingsmiddelen en -constructies dan die van de andere staat^{*52}. Dit heeft tot gevolg dat vennootschappen als bescherming of ter versterking van hun bescherming tot heroprichting in een andere staat overgaan.

(b) 'crown jewel'^{*53}

Deze bescherming kan betrekking hebben op bepaalde bedrijfsonderdelen van de door overname bedreigde vennootschap, doch heeft doorgaans betrekking op de belangrijkste dochtervennootschap of een gehele divisie. De meest waardevolle eenheid, welke ook dikwijls het doel van de overnemer zal zijn, wordt dan aangeduid als 'crown jewel'. Deze 'crown jewel' wordt door de door overname bedreigde vennootschap buiten bereik van de overnemer gebracht, hetgeen b.v. kan geschieden door verkoop^{*54}. Een andere vorm is die, waarbij door de door overname bedreigde vennootschap aan een 'white knight' een optie wordt verleend de 'crown jewel' voor een bepaalde prijs te kopen. Deze optie wordt doorgaans verleend onder bepaalde voorwaarden, zoals het verkrijgen door de 'white knight' van een bepaald percentage van de aandelen van de door overname bedreigde vennootschap. Deze vorm staat bekend onder de naam 'crown jewel lock-up' of 'asset lock-up'.

VIII.2.4.3. Wettelijke maatregelen^{*55}

(a) 'antitrust'

De 'antitrust' wetgeving kan aan een vennootschap bescherming bieden tegen een ongewenste overname indien de overnemer daarmee in strijd zou komen met de 'antitrust' wetgeving. Indien dit niet het geval is kan een

52) Zo is b.v. in Californië het systeem van 'cumulative voting' (paragraaf VIII.2.4.1.1.(b)) verplicht en het toepassen van een 'classified or staggered board' (paragraaf VIII.2.4.1.1.(a)) niet toegestaan, terwijl Delaware toestaat een keuze te maken uit een van beide. Mede naar aanleiding van een onvriendelijk bod van het Australische brouwerij concern Bond Corporation Holdings Ltd. (September 1987) op de vier na grootste Amerikaanse brouwerij G. Heileman Brewing Co. heeft Wisconsin op zeer korte termijn haar wetgeving gewijzigd om dergelijke onvriendelijke overnames te bemoeilijken. Financial Times, September 16 en 24, 1987.

53) Voor Nederland zie paragraaf IV.3.2.

54) Cooke, Mergers & Acquisitions, blz. 238, geeft als voorbeeld de Whittaker Corporation, die in 1982 een bod deed op 49 procent van de aandelen van de Brunswick Corporation ('two-tier bid'; zie paragraaf VIII.2.2.), doch nadat Brunswick Corporation zijn 'crown jewel' Sherwood Medical Industries had verkocht aan American Home Products, werd het bod ingetrokken.

55) Zie ook paragraaf VIII.2.3.

door overname bedreigde vennootschap ook trachten een 'antitrust' probleem te creëren door zelf een vennootschap over te nemen waardoor voor de overvaller hoogst waarschijnlijk een 'antitrust' probleem zal ontstaan^{*56}. Het 'antitrust' beschermingsmiddel is in de laatste jaren niet effectief gebleken, omdat de 'antitrust' wetgeving niet strikt is toegepast en omdat rechtbanken bereid waren een bod toe te staan op voorwaarde dat dat deel van de verkrijging dat een 'antitrust' probleem veroorzaakt later weer van de hand wordt gedaan.

(b) SEC-regulations

De SEC^{*57} heeft onlangs een aantal regels vernieuwd en afgekondigd, welke invloed hebben op de bescherming van vennootschappen. Het betreft:

- (i) 'all holders/best price rules'. Dit zijn nieuwe voorschriften die bepalen dat een bod moet openstaan voor alle houders van aandelen van een bepaalde soort^{*58}, en dat iedere aandeelhouder de hoogste prijs dient te ontvangen die gedurende de looptijd van het bod aan andere aanbiedende aandeelhouders wordt betaald;
- (ii) 'amendment of existing rules concerning minimum offering periods and withdrawal rights'.

Voorts heeft de SEC op 31 juli 1986 de publicatie vrijgegeven van een 'Concept Release on Take-over Developments and Contests for Corporate Control'^{*59}. In deze 'Concept Release' vraagt de SEC om commentaar van belanghebbenden over enkele controversiële punten met betrekking tot overnamepraktijken^{*60}.

VIII.2.4.4. Overige maatregelen

(a) 'commercial strategies'^{*61}

Cooke^{*62} noemt als zodanig:

56) Men spreekt dan van 'acquisitions that create antitrust problems' of een 'show stopper'.

57) Zie ook paragraaf VIII.2.3.

58) Hiermede wordt niet beoogd een 'two-tier acquisition' onmogelijk te maken, doch te bereiken dat alle aandeelhouders die dat wensen het bod kunnen aanvaarden.

59) Release no. 34-23486.51 Fed.Reg. 28096 - 5 augustus 1986.

60) Ondermeer over de vraag of er van overheidswege ingegrepen dient te worden tegen toenemend gebruik van 'poison pill plans'; zie paragraaf VIII.2.4.1.2.(e).

61) Vele van de hier opgesomde maatregelen zijn algemeen toepasbaar. Voorzover ik heb kunnen nagaan wordt aan deze maatregelen in de Angelsaksische literatuur (en ook in de praktijk) meer aandacht besteed dan in Nederland, vandaar de wat uitgebreide vermelding. Een aantal van deze maatregelen is in 1985 met succes gehanteerd door de Engelse vennootschap Allied Lyons PLC als strijdmiddel tegen het onvriendelijke bod van de Australische vennootschap Elders IXL.

62) Cooke, Mergers & Acquisitions, blz. 231 e.v.

- (i) het maken van een winstprognose waaruit een verbeterde toekomstige 'performance' blijkt;
- (ii) het herwaarderen van activa;
- (iii) het maken van overzichten van winsten, dividenden en aandelenprijzen;
- (iv) het aantonen van de ongeschiktheid en onbekwaamheid van de overnemer om de onderneming beter te leiden;
- (v) het bekendmaken van resultaten van onderzoek en investeringen in de vorm van nieuwe markten en nieuwe producten*63.

(b) 'stock watches'

Dit betreft het voorzover mogelijk in de gaten houden van mutaties*64 in het aandeelhoudersbestand, teneinde in een zo vroeg mogelijk stadium te kunnen reageren op ongewenste concentraties van aandelenbezit.

(c) 'making the company too big for a take-over'*65

(d) 'white knight'

De uitdrukking 'white knight' wordt gebruikt voor een persoon of vennootschap, die desgevraagd door of met instemming van, een met overname bedreigde vennootschap, deze vennootschap te hulp komt om te trachten de overval af te weren door zelf een (bij voorkeur) hoger bod uit te brengen*66. Aangezien een bod doorgaans slechts korte tijd openstaat speelt de factor tijd een belangrijke rol bij het vinden van een 'white knight'. Hij dient op korte termijn beschikbaar te zijn of gevonden te worden, terwijl hij daarnaast op zeer korte termijn een bod zal moeten uitbrengen*67. Reden waarom een door overname bedreigde vennootschap

63) Een voorbeeld van een door overname bedreigde vennootschap die een aantal 'commercial strategies' heeft toegepast en overweegt andere beschermingen in stelling te brengen is Newmore Mining naar aanleiding van het bod (September 1987) van Ivanhoe Partners, een investeringsgroep onder leiding van T. Boone Pickens Jr.; The Wall Street Journal, September 22, 1987.

64) Dit is in landen die alleen aandelen op naam kennen eenvoudiger dan indien men ook toonderaandelen kent, zoals in Nederland.

65) Het is de vraag of na de overname eind 1988/begin 1989 van RJR Nabisco voor een bedrag van meer dan \$ 25 miljard er nog een vennootschap is die te groot is voor een overname.

66) De particuliere New Yorkse investment bank Lazard Frères heeft een 'white knight fund' onder de naam 'Crossroads Partners' opgezet (kapitaal 2 miljard) voor de verdediging van goed bestuurd vennootschappen die bedreigd worden door een onvriendelijk bod; Financial Times, August 28, 1987. Een soortgelijk initiatief is in Nederland genomen door Nationale Nederlanden N.V., Aegon N.V., de Philips-pensioenfondsen en AMRO Bank N.V.. Via het samenwerkingsverband 'Winterpalace' willen zij aan de beurs genoteerde Nederlandse ondernemingen helpen in hun verzet tegen een onvriendelijke overname; zie FD 6 okt. 1988.

67) Voor de 'white knight' gelden uiteraard ook de procedures genoemd in paragraaf VIII.2.3.

dikwijls zodra een bod is uitgebracht een procedure aanspant tegen de bieder (op grond van vermeende overtredingen van wettelijke bepalingen) teneinde hiermede tijd te winnen voor het zoeken naar een 'white knight'*68.

Is eenmaal een 'white knight' gevonden dan wordt dikwijls tussen de door overname bedreigde vennootschap en de 'white knight' een 'no-shop agreement' gesloten, d.w.z. dat een overeenkomst wordt gesloten waarbij de door overname bedreigde vennootschap zich verbindt niet meer naar een andere overnemer te zoeken en, mogelijk ook, niet te onderhandelen of overeenkomsten te sluiten met andere gegadigden. In een dergelijke overeenkomst wordt dikwijls ook een 'best efforts provision' opgenomen op grond waarvan het bestuur van de door overname bedreigde vennootschap verplicht is tot gebruik van 'best efforts' ten aanzien van het verkrijgen van de goedkeuring van aandeelhouders en andere eventuele goedkeuringen om de overname te effectueren.

(e) 'pac-man' strategy

De door overname bedreigde vennootschap doet op haar beurt een bod op de overvaller*69.

(f) 'control clauses in loan agreements and contracts'

Deze bepalingen beogen in geval van een overgang van de zeggenschap in een vennootschap leningen opeisbaar te maken of andere voor de vennootschap van groot belang zijnde overeenkomsten te beëindigen. Dergelijke bepalingen zijn niet geheel van gevaar ontbloot. In de eerste plaats kan door de opzegging ook de positie van de wederpartij in gevaar komen, met als gevolg dat opzegging op het cruciale moment achterwege blijft. In de tweede plaats kunnen zij een belemmering vormen voor een helpende hand van een 'white knight'.

(g) 'business or license that requires approval for a change in control'

Doorgaans betreft het hier overheids- of semi-overheids-vergunningen. De effectiviteit zal niet alleen afhangen van het feit of de overheid bereid is de overdracht af te wijzen, doch ook of zij dit in redelijkheid kan*70.

68) Zie ook paragraaf VIII.2.3. slot.

69) Het gebruik van deze taktiek is controversieel. De bekendste in de V.S. is die in 1982 waarbij vier vennootschappen waren betrokken. Bendix, Martin Marietta, United Technologies en Allied Corporation. Zie Hartz, Peter F., Martin Marietta-Merger Take-over war; Bendix deed een bod op Martin Marietta, die hiertegen bezwaar had en vervolgens op haar beurt een bod deed op Bendix, gevolgd door United Technologies, die eveneens een bod deed op Bendix. Bendix, die bezwaar had tegen beide biedingen werd gered door de 'white knight' Allied Corporation. Hierna is deze taktiek nog een keer gebruikt door American Brands Inc. die een succesvol bod heeft gedaan op zijn overvaller E-11 Holdings Inc.; The Wall Street Journal, January 26, en January 14, 1988.

70) Zie ook paragraaf VIII.2.4.1.2.(a).

(h) 'leveraged buy-outs'

Er zijn verschillende soorten 'leveraged buy-outs'. De gewone 'leveraged buy-out' is die, waarbij de overname van een onderneming (vennootschap) geschiedt met een hoge verhouding vreemd/eigen vermogen. De verkrijger van de vennootschap leent doorgaans geld van een bank, waartegen over als zekerheid dikwijls activa van de vennootschap in onderpand worden gegeven. De 'management leveraged buy-out' heeft betrekking op een verkrijging van een vennootschap op de wijze als hiervoor bedoeld door het zittende bestuur van de betreffende vennootschap. Na de overname worden doorgaans bepaalde bedrijfsonderdelen van de vennootschap verkocht teneinde de schuldenlast van de vennootschap te verminderen.

Een andere belangrijk beschermingsmiddel is de 'leveraged recapitalization'. Bij deze transacties voert de over te nemen vennootschap zelf een 'leveraged buy-out' uit, daarbij hoge schulden oplopend om de aandeelhouders vervolgens een dividend in contanten uit te keren, terwijl deze laatsten de aandelen behouden om hen in staat te stellen deel te blijven nemen in het 'upside potential' van de vennootschap. Indien het bestuur en de werknemers zelf aandelen in hun eigen vennootschap hebben ('management and employee stock ownership programmes') zal door hen de voorkeur worden gegeven aan een dividend in aandelen boven een dividend in contanten, met als gevolg dat het aandelenbezit van het management en het personeel aanzienlijk zal stijgen.

(i) 'employee stock ownership programmes'*71

De gedachte achter een 'employee stock ownership programme' (ESOP) is dat werknemers van een vennootschap uit loyaliteit voor de vennootschap minder snel geneigd zullen zijn een ongewenst bod te aanvaarden, vooral wanneer dit reorganisaties met zich mee zou kunnen brengen*72. Een ander aspect is dat indien het management in ruime zin geen belang in de vennootschap heeft de kans niet denkbeeldig is dat zij het bod alleen al ter bescherming van hun eigen functies zal afwijzen, terwijl, indien zij wel een redelijk belang in de vennootschap hebben, zij eerder geneigd zullen zijn het bod op al zijn merites te beoordelen.

(j) 'golden parachutes'

Zoals eerder vermeld*73 worden 'members of the board' in beginsel voor een periode van een jaar benoemd. In verband met de vele overnames - hetgeen doorgaans voor de 'board' ontslag betekent - is gezocht naar een middel dat enerzijds een overnemer zou afschrikken, en anderzijds de 'directors' bescherming en zekerheid zou geven. De oplossing meent men gevonden te hebben in het sluiten met de 'directors' van 'severance agreements', waarbij aan de 'directors' bepaalde rechten ('golden parachutes') worden verleend, welke uitgeoefend kunnen worden

71) Deze worden ook voor andere doeleinden dan bescherming gebruikt.

72) Zie ook Bom, J. en Willemsen, K., Werknemers als aandeelhouders in Intermediair 23e jaargang 40 - 2 okt. 1987, die ingaan op ESOP's in de V.S., Engeland en Nederland.

73) Paragraaf VIII.2.4.1.1.(a).

indien de vennootschap wordt overgenomen en zij ten gevolge daarvan worden ontslagen of binnen een bepaalde tijd ontslag nemen. Deze rechten kunnen bestaan uit de betaling van een bepaald bedrag of het uitoefenen van opties op aandelen van de vennootschap. Toekenning van 'golden parachutes' is een controversieel onderwerp^{*74}. Het is de vraag of zij - gelet op de relatief geringe bedragen - een afschrikkende werking hebben. Toepassing van deze constructie wordt verdedigd met de stelling dat op deze wijze 'directors' geen belang meer hebben bij het al dan niet doorgaan van de overname en zij dientengevolge aandeelhouders onafhankelijk kunnen adviseren^{*75}. Voorts zou het - gelet op de vele overnames - bevorderlijk kunnen zijn voor het aantrekken van gekwalificeerde bestuurders. Daartegenover wordt door voorstanders van overnames gesteld, dat door het toekennen van een 'golden parachute' incompetentie besturen niet kunnen worden gestraft, terwijl anderen^{*76} stellen dat de aanwezigheid van 'golden parachutes' de noodzaak voor besturen wegneemt zich meer actief met het beleid van de onderneming te bemoeien. De 'golden parachute' heeft ook de aandacht van de SEC en de Amerikaanse belastingdienst^{*77}. De SEC heeft - op advies van de door haar ingestelde 'Tender Advisory Committee' - bepaald dat 'golden parachutes' onderworpen dienen te zijn aan een jaarlijkse goedkeuring door de algemene vergadering van aandeelhouders, en dat dergelijke rechten niet mogen worden toegekend gedurende de looptijd van een bieding. 'The Tax Reform Act 1984' kent een tweetal ontmoedigingsbepalingen: buitensporige bedragen zijn niet aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting en zijn bij de ontvanger belast met een 20 procent 'excise tax'.

(k) 'scorched earth'

Over 'scorched earth' wordt gesproken wanneer een door overname bedreigde vennootschap haar dochtervennootschappen of bedrijfsonderdelen, waarvoor de overvaller met name belangstelling heeft, liquideert, teneinde haar aantrekkelijkheid voor een overvaller te verminderen. Er wordt wel van een 'scorched earth defence' gesproken indien de door overname bedreigde vennootschap ter bestrijding van een bod grote dividendbetalingen aan

74) Cooke, Mergers & Acquisitions, blz. 241.

75) In Nederland laat E.J. Bomhoff een soortgelijk geluid horen in NRC Handelsblad van 11 mei 1988, waar hij stelt dat onderzoek in Amerika heeft uitgewezen dat het invoeren van een aantal beschermingsmiddelen ten koste gaat van de beurskoers van de betreffende vennootschap, doch dat er een uitzondering is: afspraken over een 'gouden handdruk' in geval van ontslag na een overname worden door de beurs juist positief gewaardeerd (na invoering stijgen de koersen gemiddeld met drie procent). De verklaring is eenvoudig: het conflict tussen eigen belang van het top-management en het ondernemingsbelang is minder scherp. Managers kunnen hun bedrijf duur verkopen en daarna zelf ontslag nemen, aldus Bomhoff.

76) Moffett, James R., Financial Times, February 26, 1988.

77) Cooke, Mergers & Acquisitions, blz. 241.

zijn aandeelhouders doet^{*78}. Een variant is de in paragraaf XI.2.4.2. onder letter (b) genoemde 'crown jewel', waarbij niet geliquideerd of een dividend betaald wordt, maar verkocht of een optie wordt verleend, met uiteindelijk een soortgelijk resultaat. Met de opkomst van de 'crown jewel' heeft de 'scorched earth' techniek aan belang ingeboet.

(l) 'standstill agreement'

Een methode^{*79} om bepaalde onvriendelijke biedingen te blokkeren is het gebruik van een 'standstill agreement',^{*80} d.w.z. dat een door overname bedreigde vennootschap een vertrouwelijke overeenkomst sluit met een aantal mogelijke bidders, waarbij deze bidders zich verbinden om geen aandelen van deze vennootschap zonder goedkeuring van de vennootschap te kopen en waartegenover de vennootschap zich verbindt om aan de bidder vertrouwelijke informatie te verschaffen omtrent de gang van zaken binnen de vennootschap. De reden waarom potentiële bidders een dergelijke overeenkomst sluiten schijnt gelegen te zijn in het feit dat indien de vennootschap op de markt 'te koop' komt zij in een bevoorrechte positie zijn om een goed gefundeerd bod uit te brengen. Deze overeenkomsten worden in de praktijk al geruime tijd gebruikt in combinatie met 'white knight' transacties en volgend op 'greenmail repurchases'.

(m) overige acties

- (i) Het declareren van een stock-dividend;
- (ii) het bij een goede kaspositie verhogen van het contante dividend;
- (iii) het verwerven van andere vennootschappen, die onaantrekkelijk zijn voor de overnemer^{*81}.

78) Deze techniek is o.a. toegepast door de Amerikaanse uitgeverij Harcourt Brace Jovanovich (HBJ) ter afwering van een bod van de Engelse uitgever Robert Maxwell. Gevolg is geweest dat bij HBJ grote schulden zijn ontstaan, die voor een deel afgelost zijn uit de opbrengst van de verkoop van bepaalde bedrijfsonderdelen; Financial Times, November 17, 1987.

79) The Economist, April 30, 1988, blz. 91.

80) Een dergelijke overeenkomst is gesloten door Gillette op welke vennootschap in het verleden reeds verschillende biedingen zijn gedaan.

81) Vgl ook paragraaf VIII.2.4.3.(a) 'antitrust'

VIII.3. Engeland

VIII.3.1. Inleiding

Zoals Chavannes^{*82} heeft opgemerkt zijn in Engeland onvriendelijke overnemingen, evenals in de Verenigde Staten, aan de orde van de dag. Anders echter dan in de Verenigde Staten bestaan in Engeland geen afzonderlijke wetten, welke speciaal betrekking hebben op overnemingen.

De relevante regelgeving in Engeland op dit gebied is te vinden in een netwerk van regels, welke zijn vastgelegd in onder meer het zogenaamde 'Yellow Book' ('Admission of Securities to Listing'), uitgegeven door de 'Council of The Stock Exchange', de 'City Code on Take-overs and Mergers' ('City Code'), ook genoemd het 'Blue Book' en de daarmee samenhangende 'Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares' ('SAR's'), wettelijke bepalingen, waaronder de 'Companies Act 1985', de 'Companies Securities (Insider Dealing) Act 1985' en de 'Financial Services Act 1986' en de common law. Tenslotte moet in dit verband nog de 'Fair Trading Act 1973' genoemd worden, omdat de Engelse overheid op grond van overwegingen van mededingingsrechtelijke aard het slagen van een overnamebieding in aanzienlijke mate kan beïnvloeden.

Het 'Yellow Book' bevat regels voor vennootschappen, die genoteerd willen worden of blijven aan de 'London Stock Exchange'. Deze vennootschappen moeten voldoen aan de eisen, welke de 'Stock Exchange' heeft neergelegd in de 'Rules and Regulations of the Stock Exchange' en het 'Yellow Book'. Deze regels vloeien voort uit de invoering van de 'Financial Services Act 1986' en zijn vergelijkbaar met het Fondsenreglement en de noteringsovereenkomst tussen de VvdE en de genoteerde vennootschap in Nederland.

De 'Companies Act 1985' bevat nauwelijks bepalingen met betrekking tot onvriendelijke overnemingen. Artikel 198 verplicht een aandeelhouder de vennootschap te informeren indien hij een bepaalde hoeveelheid stemgerechtigde aandelen (5% of meer) in de vennootschap heeft verkregen^{*83}. Artikel 212 biedt de vennootschap de mogelijkheid een aandeelhouder of een persoon, die naar haar oordeel aandelen zou kunnen bezitten, te dwingen haar informatie omtrent zijn aandelenbezit te verstrekken. Artikel 429 en 430 bevatten bepalingen op grond waarvan een overnemer, die reeds een belang van 90% of meer heeft verworven, het recht heeft de resterende aandelen over te nemen. Omgekeerd geeft artikel 430a de overgebleven aandeelhouder(s) het recht om zich in dat geval te laten uitkopen^{*84}.

82) Zie eerste noot van dit hoofdstuk.

83) Vgl. de EG-richtlijn van 12 dec. 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap; zie hierover paragraaf IX.8.

84) Vgl. de Nederlandse wet van 3 maart 1988, Stb. 85, tot invoering van de mogelijkheid van uitkoop van kleine minderheidsbelangen in naamloze en besloten vennootschappen, in werking getreden op 1 mei 1988, welke uitkoop mogelijk maakt van 5% of minder.

De 'Financial Services Act 1986' is ingevoerd ter vervanging van 'The Prevention of Fraud (Investments) Act 1958' en 'The Licensed Dealers (Conduct of Business) Rules 1960' en bevat regels met betrekking tot de gang van zaken in de 'investment business', in het bijzonder met betrekking tot 'investment advertisements'.

De 'Fair Trading Act 1973' (voorheen 'The Monopolies and Mergers Act 1965') speelt een steeds belangrijker rol bij onvriendelijke overnemingen. De 'Secretary of State for Trade and Industry' heeft de bevoegdheid een voorgenomen overname naar de 'Monopolies and Mergers Commission' (MMC) te verwijzen. Verwijzing door de 'Secretary of State' naar de MMC vindt plaats op advies van The Office of Fair Trading (OFT)*⁸⁵ indien de mogelijkheid bestaat dat de 'merger against public interest' is. De term 'public interest' is een vaag begrip, doch de regering heeft benadrukt dat de belangrijkste reden voor verwijzing is de gevolgen die een fusie kan hebben op het gebied van de mededinging*⁸⁶. Verwijzing heeft tot gevolg dat er een onderzoek wordt ingesteld*⁸⁷ en dat, ingevolge de City Code, een uitgebracht bod komt te vervallen. Indien de conclusie van de MMC is dat de 'merger' niet voor verder onderzoek in aanmerking komt of niet 'against public interest' is, wordt de 'Secretary of State' een aanbeveling gedaan, waarna deze beslist of de overname/fusie doorgang kan vinden. Indien zulks het geval is, heeft de overnemer

85) De door British Airways aangekondigde overname (augustus 1987) van British Caledonian is verwezen naar de MMC; The Times, August 7, 1987; The Independent, August 14, 1987; na een onderzoek is de overname door de MMC goedgekeurd, waarna door British Airways een nieuw bod is uitgebracht. Het in april 1988 door de Zwitserse vennootschap Nestlé uitgebrachte bod op Rowntree is, ondanks sterke aandrang van verschillende zijden, o.a. wegens het ontbreken van reciprociteit ten aanzien van de mogelijkheid van overnemingen van vennootschappen in Engeland en Zwitserland (zie hierover paragraaf VIII.7.2.1.), niet naar de MMC verwezen; Financial Times, May 26, 1988. Alhoewel er bepaald wel argumenten zijn aan te voeren om overnemingen tegen te houden door geïnteresseerden die gevestigd zijn in landen waarin het niet of nauwelijks mogelijk is vennootschappen over te nemen, zoals in Zwitserland, zou dit op gespannen voet staan met zowel de Engelse politiek van een vrije markt als de uitleg van de toepasselijke wetgeving omtrent fusies (de 'Tebbit doctrine'). De 'Fair Trading Act 1973' noch de toelichtingen daarop vereisen reciprociteit.

Het in de eerste helft van 1987, na de privatisering van British Petroleum (BP) in 1986, opgebouwde aandeel van 22% in BP door het Kuwait Investment Office (KIO) is wel naar de MMC verwezen met de motivering van de 'Secretary of State' dat 'the implications of BP coming under the influence or control of a government with substantial oil interests and which is a member of Opec raise questions of public interest'. Na advies van de MMC heeft de 'Secretary of State' in december 1988 beslist dat het KIO drie jaar de tijd krijgt om zijn belang in BP terug te brengen tot 9,9%. De betreffende aandelen zijn in januari 1989 door BP van KIO ingekocht.

86) De zgn. 'Tebbit doctrine' genoemd naar de toenmalige 'Secretary of State for Trade and Industry'.

87) Voor een uitgebreide beschrijving van de werking van deze fusiecontrole zie Merger Control in the EEC.

het recht opnieuw een bod uit te brengen zonder daarbij gebonden te zijn aan de gebruikelijke twaalf maanden-beperking van de City Code; indien de 'Secretary of State' ongunstig beslist, kan de overname geen doorgang vinden en, voorzover deze al heeft plaatsgevonden, kan de 'Secretary of State' gelasten dat de aandelen weer worden verkocht. Vaak wordt als bescherming of om tijd te winnen getracht de OFT te beïnvloeden om de 'merger' door te verwijzen naar de MMC^{*88} en is dit de belangrijkste beschermingsmaatregel, die de over te nemen vennootschap krachtens de City Code ter beschikking staat. De OFT tracht dit oneigenlijk gebruik uiteraard tegen te gaan.

Tenslotte geeft de 'Banking Act 1987' de Bank of England het recht bezwaar te maken tegen de verwerving van een belang van 15% of meer in een bank, indien de Bank of England de betreffende aandeelhouder daarvoor niet 'fit and proper' acht. Ook op andere gebieden (verzekeringen, pers en exploratie en produktie van olie en gas) is een dergelijke controle van toepassing.

De belangrijkste regels met betrekking tot overnamebiedingen en de toepasbaarheid van bepaalde beschermingsmiddelen en -constructies zijn te vinden in de City Code en de SAR's. De City Code bevat het gemeenschappelijk gevoelen ten aanzien van de praktijkuitoefening van die organisaties die beroepshalve bij overnemingen betrokken zijn. Het is geen wet, doch een 'self-regulatory code', die er, met name in het belang van aandeelhouders, op gericht is de aandelenhandel ordelijk te laten verlopen en die van toepassing is op al diegenen die in aandelen handelen. De City Code is tot op zekere hoogte vergelijkbaar met ons SER-besluit Fusiegedragsregels 1975. De City Code is opgebouwd uit 'general principles, rules en guidance notes'^{*89}. Deze hebben onder meer tot gevolg dat vele van de hiervoor met betrekking tot de Verenigde Staten van Amerika besproken beschermingsmiddelen en -constructies in Engeland niet toegelaten worden.

Enkele beschermingsmiddelen zijn echter wel toegelaten, indien aandeelhouders hun goedkeuring daaraan hebben gegeven. Deze middelen zullen hierna worden besproken. Vervolgens zal aandacht worden besteed aan de belangrijkste bepalingen van de City Code, met name aan die bepalingen, welke het gebruik van beschermingsmaatregelen verhinderen, alsmede die bepalingen, welke naar mijn oordeel onvolkomenheden in de Nederlandse regelgeving op dit gebied zouden kunnen ondervangen.

88) Hierin is de brouwerij Mathew Brow (MB) in 1985 geslaagd naar aanleiding van het bod van Scottish & Newcastle (S&N). Nadat S&N het groene licht had gekregen van de MMC, heeft zij een tweede bod uitgebracht. Dit mislukte nadat 'the Panel' had geconstateerd dat S&N enkele procenten (van 47.5 tot 50.3) verkregen had nadat het tijdstip voor het accepteren van biedingen was verstreken. Na de verplichte wachttijd van 12 maanden (Rule 35) heeft S&N een derde (geslaagd) bod gedaan in september 1987; Financial Times, October 1, 1987.

89) Zie verder over de City Code paragraaf VIII.3.3.

VIII.3.2. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

Zonder toestemming van aandeelhouders heeft het bestuur van een vennootschap in Engeland slechts weinig mogelijkheden om beschermingsmaatregelen te nemen. In dit verband is de samenstelling van het aandeelhoudersbestand van beursvennootschappen in Engeland van belang. In de meeste gevallen overheersen de institutionele beleggers of hun gevolmachtigden de algemene vergaderingen van aandeelhouders. De institutionele beleggers hebben zich mede sterk gemaakt voor invoering van de City Code en zijn daardoor verplicht zich naar de letter en geest van de City Code te gedragen. Voorts hebben de institutionele beleggers zich verenigd in zogenaamde 'investment protection committees', die richtlijnen hebben opgesteld met betrekking tot hun stemgedrag in bepaalde gevallen, met name op het gebied van de uitoefening van voorkeursrechten. Om deze redenen en vanwege de concentratie van belangen in de Engelse financiële wereld, komt het er op neer, dat een betrekkelijk kleine groep van institutionele beleggers uiteindelijk de beslissende stem heeft in geval van een onvriendelijk bod op een Engelse vennootschap.

Daarbij komt een algemeen principe van het Engelse vennootschapsrecht, dat de bestuurders van een Engelse vennootschap een 'fiduciary duty' hebben om in het belang van de vennootschap (in het algemeen: de huidige en toekomstige aandeelhouders) te handelen. Een bestuurder dient te vermijden dat hij in een positie terechtkomt, waarin er een conflict tussen zijn eigen belang en dat van de vennootschap ontstaat of kan ontstaan. In het algemeen mag hij niet stemmen met betrekking tot aangelegenheden, waarbij hij zelf belang heeft. In een aantal gevallen zijn bestuurders met succes in rechte aangesproken op grond van misbruik van statutaire bevoegdheden. In bijna al deze gevallen betrof het de uitgifte van aandelen ter bescherming tegen een onvriendelijke overname of ter ondersteuning van een vriendelijke overname. De redenering van de rechter in deze gevallen kwam er op neer, dat de bevoegdheid van bestuurders om aandelen uit te geven in de eerste plaats is gegeven om kapitaal ten behoeve van de vennootschap aan te trekken en dat deze bevoegdheid in het betreffende geval voor een ander doel was gebruikt. Daaraan deed niet af, dat de bestuurders te goeder trouw hadden gehandeld.

Zolang er geen openbaar bod dreigt of is gedaan, staat een vennootschap een aantal beschermingsmiddelen en -constructies ter beschikking. In bijna al deze gevallen is echter voorwaarde voor toepassing van de beschermingsmiddelen en -constructies dat deze door de algemene vergadering van aandeelhouders worden goedgekeurd. Het betreft de volgende:

- a) Op grond van de bepalingen van het 'Yellow Book' dient de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders verkregen te worden, indien een door het bestuur voorgenomen transactie een bepaald bedrag, bijvoorbeeld 25% van de activa, de winst of het kapitaal te boven gaat. Kleinere transacties behoeven soms goedkeuring, bijvoorbeeld indien de bestuurders of groot-aandeelhouders daarbij een eigen belang hebben van meer dan 10%; laatstgenoemden zullen in dat geval niet mogen stemmen. Dit zijn zogenaamde 'class 4 transactions'.

- b) Indien aandelen, opties of converteerbare rechten tegen storting in contanten worden uitgegeven en uitgifte niet in verhouding tot het bestaande aandelenbezit plaatsvindt, is bij overschrijding van zekere betrekkelijk lage grenzen de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist. Deze grenzen zijn vastgesteld in overleg met de hiervoor genoemde 'investment protection committees', welke de institutionele beleggers vertegenwoordigen. Indien uitgifte van aandelen tegen inbreng in activa plaatsvindt, zoals bij een overname, is het op grond van de regels van de 'Stock Exchange' in het algemeen niet noodzakelijk de algemene vergadering van aandeelhouders om goedkeuring te vragen; op grond van vennootschapsrechtelijke bepalingen is deze goedkeuring mogelijk wel vereist.

- c) De 'Companies Act 1985' verbiedt Engelse vennootschappen voorts bestuurders voor langer dan vijf jaar aan te stellen, tenzij met goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Op grond van het bepaalde in het 'Yellow Book' moeten de arbeidsovereenkomsten van bestuurders in bepaalde gevallen bovendien voor aandeelhouders ter inzage worden gelegd.

- d) De 'Companies Act 1985' bevat ook stringente bepalingen ten aanzien van de in stand houding van het kapitaal van de vennootschap. Als algemene regel geldt, dat het geplaatste kapitaal slechts met rechterlijke machtiging kan worden verminderd. Voorts is een Engelse vennootschap, in tegenstelling tot een Amerikaanse, ernstig beperkt in zijn bevoegdheid om eigen aandelen in te kopen of om de aankoop van eigen aandelen door een derde financieel mogelijk te maken. In bepaalde omstandigheden is het een vennootschap toegestaan met voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders haar eigen aandelen in te kopen, maar dit gebeurt zelden en kan om fiscale redenen een kostbare aangelegenheid zijn. Indien meer dan 15% van de aandelen worden ingekocht, dienen de aandeelhouders krachtens de regels van de 'Stock Exchange' in de gelegenheid gesteld te worden pro rata parte aandelen aan de vennootschap te verkopen.

- e) De vennootschap kan ook overwegen de onderneming op te splitsen of een 'stand-still agreement' te sluiten. De eerste mogelijkheid kan een bod doen mislukken maar vereist zonder meer voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit is over het algemeen een zeer tijdrovende en delicate kwestie, terwijl de uitvoering van een dergelijk plan uiterst moeilijk is, indien er eenmaal een bod is uitgebracht. Een 'stand-still agreement' zal in de praktijk bijna altijd samengaan met een andere, verdergaande regeling, waarvoor de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders noodzakelijk is.

Een speciale vorm van bescherming kan toegepast worden door de overheid bij de privatisering van politiek gevoelige industrieën. De overheid kan in een dergelijk geval een bijzonder aandeel, ook wel aangeduid als 'special or golden share' achterhouden, waaraan in bijzondere gevallen de

meerderheid van het stemrecht verbonden is*90. Een bijzonder geval kan bijvoorbeeld zijn een poging tot ontslag van het bestuur. Daarnaast is het mogelijk in deze gevallen - en ook wel bij enkele oudere vennootschappen - het aantal aandelen dat ten name gesteld kan worden van niet-Engelsen of niet-ingezetenen van de EG te beperken*91.

VIII.3.3. City Code on Take-overs and Mergers

De City Code is oorspronkelijk opgesteld onder verantwoordelijkheid van de 'Council for the Securities Industry', en wordt thans uitgegeven en uitgevoerd door 'The Panel on Take-overs and Mergers' ('the Panel')*92. De voorzitter, plaatsvervangend voorzitter en een onafhankelijk lid van 'the Panel' worden benoemd door 'the Governor of the Bank of England'. De overige leden zijn vertegenwoordigers van beroepsorganisaties die beroepsmatig betrokken zijn bij overnemingen en die de handhaving van de regels hebben onderschreven. 'The Panel' beschikt over een uitvoerend orgaan ('the Panel Executive'), waarvan de leiding verantwoordelijk is voor de handhaving van the City Code en welke beschikbaar is voor onmiddellijk (voor)overleg over procedure aangelegenheden. Het (voor)overleg met 'the Panel' is één van de hoekstenen van de City Code, of zoals het in de inleiding van de City Code wordt uitgedrukt: 'Both principals and their advisers are encouraged to make full use of this service. To take legal, or other professional advice on the interpretation or application of the Code is not an appropriate alternative to obtaining a view or ruling from the executive'.

De City Code is van toepassing op overnemingen en fusies van genoteerde en niet ter beurse genoteerde 'public companies', die volgens the Panel 'resident' zijn in Engeland, de Kanaaleilanden of het eiland Man, in bepaalde gevallen ook op 'private companies' en op Ierse vennootschappen waarvan de aandelen op de Stock Exchange, de United Securities Market of op de "third market" worden verhandeld.

90) De overheid heeft o.a. een 'golden share' achtergehouden bij de privatisering van Jaguar, Rolls Royce, Enterprise Oil en Britoil. De 'golden share' van Britoil heeft een belangrijke rol gespeeld bij de onvriendelijke overname van de in Schotland gevestigde oliemaatschappij Britoil door British Petroleum (BP) in begin 1988. Nadat BP aan de overheid bepaalde garanties had gegeven met betrekking tot de ontwikkeling van de Britoil belangen en de werkgelegenheid in Schotland heeft de overheid besloten de aan de 'golden share' verbonden rechten niet uit te oefenen, Financial Times, February 24, 1988.

91) Van de 13 vennootschappen die gedurende de laatste 10 jaar geprivatiseerd zijn, zijn alleen AB Ports en BP geheel vrij van overheidscontrole, de overige 11 hebben of een 'special or golden share' of een beperking ten aanzien van het aandelenbezit, Veljanovski, C., Selling the State-Privatisation in Britain, is van mening dat een dergelijke regeling een controle-element van het private bezit wegneemt, en wel de overnamedreiging.

92) De laatste uitgave is van 8 februari 1988, doch deze is met ingang van 14 november 1988 alweer op enkele plaatsen gewijzigd.

'The Panel' werkt nauw samen met 'The Stock Exchange' en andere officiële instanties. Door de in samenhang met 'Big Bang' ingevoerde automatisering van aandelentransacties is op snelle wijze toegang mogelijk tot de relevante gegevens met betrekking tot deze transacties. Op deze wijze kunnen grote transacties, ongebruikelijke prijschommelingen, etc. op eenvoudige wijze gevolgd worden teneinde te bezien of in strijd met de City Code is gehandeld.

De sancties op het handelen in strijd met de City Code zijn vergelijkbaar met die van het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975; publicatie van overtredingen, de publieke opinie, en zo nodig het ontnemen van de faciliteiten welke 'The Stock Exchange' biedt. Daarnaast is het mogelijk dat de organisaties welke vertegenwoordigd zijn in 'the Panel' sancties opleggen aan hun leden in de vorm van royement. Alhoewel deze sancties geen nakoming van de City Code garanderen, is in de praktijk gebleken dat dit toch - evenals in Nederland het geval is bij de Fusiegedragsregels - effectief werkt, met name omdat de in de City vertegenwoordigde instellingen niet bereid zullen zijn zaken te doen met een overtreder van de City Code.

Door 'The Court of Appeal' is in 1986^{*93} beslist dat uitspraken van 'the Panel' in rechte kunnen worden betwist. Gelet op het feit dat deze beslissing voor de betrokken partijen praktische problemen kan opleveren, heeft 'The Court of Appeal' een aantal aanwijzingen gegeven met betrekking tot de uitoefening van haar bevoegdheid in deze. Uit deze aanwijzingen blijkt dat 'The Court of Appeal' zich alleen in uitzonderlijke gevallen zal mengen in uitspraken van 'the Panel'.

De City Code is opgesteld om zeker te stellen dat overnemingen - zowel ten aanzien van de over te nemen vennootschap als voor haar aandeelhouders - op een juiste wijze geschieden. Om dit doel te bereiken is de City Code, zoals hiervoor is opgemerkt, verdeeld in een aantal 'general principles, rules and guidance notes'.

De 'general principles' beogen, kort samengevat, te bereiken dat:

- a. alle aandeelhouders met dezelfde soort aandelen op dezelfde wijze worden behandeld;
- b. alleen dan een bod wordt uitgebracht, indien de overnemer gegronde reden heeft om te kunnen denken, dat hij zijn bod - bij aanvaarding - gestand kan doen;

93) Datafin. Alhoewel de door Datafin ingestelde vordering werd afgewezen, werd beslist dat de vordering wel ontvankelijk is.

- c. alle aandeelhouders van de over te nemen vennootschap over dezelfde en voldoende feitelijke informatie kunnen beschikken om het bod te kunnen beoordelen en voldoende tijd krijgen om een verantwoorde beslissing te kunnen nemen⁹⁴;
- d. het bestuur van de over te nemen vennootschap geen maatregelen neemt om een bod te belemmeren zonder goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders;
- e. geordende en goed geïnformeerde markten ontstaan door onmiddellijke mededeling van alle transacties door de betrokken partijen en alle partijen zich tot het uiterste inspannen om het ontstaan van een "false market" te voorkomen;
- f. indien controle over een vennootschap is verkregen, aan alle aandeelhouders een bod wordt gedaan. In dat verband is van belang dat personen, die samenwerken om controle te verkrijgen, als "concert parties" worden beschouwd en dat hun aandelenbezit in het kader van de toepassing van the Code, bij elkaar wordt opgeteld.

Daarnaast wordt voorgeschreven dat de besturen van beide vennootschappen in het belang van hun respectieve aandeelhouders dienen te handelen en geen druk wordt uitgeoefend op minderheidsaandeelhouders. De bedoeling van de afzonderlijke vermelding van de 'general principles' en 'rules' is de uitgangspunten welke bij biedingen in acht genomen dienen te worden, extra te benadrukken. 'The Panel' beschikt hiermede over een aanknopingspunt indien niet in strijd met de letter maar wel met de geest van de City Code wordt gehandeld.

De 'rules' bevatten bepalingen voor de verschillende stadia van de overnamebiedingen en hebben tot doel het aanwenden van praktijken en het gebruik van middelen te voorkomen welke als onjuist of misleidend gekwalificeerd kunnen worden.

De voor ons onderwerp interessantste 'rules' zijn:

94) In dit verband dient het bestuur in zijn hoedanigheid van bestuur, en niet als belanghebbende, aandeelhouders te adviseren, hetgeen vooral van belang kan zijn indien er twee of meer concurrerende biedingen zijn. Illustratief is het advies in de overname (oktober 1987) van Guinness Peat (GP). De bieder, de Australische Equiticorp Holding Ltd., beschikte reeds over 44.23% van de aandelen en enkele pakketten bevonden zich in vaste handen (waaronder Robert Maxwell voor 14.98%. Dit was waarschijnlijk minder dan 15 procent in verband met de bepalingen van de SAR's en de weigeringsmogelijkheid onder de 'Banking Act 1987'). Aangezien deze pakkethouders niet bereid waren hun aandelen te verkopen, was het voor GP niet mogelijk een 'white knight' te interesseren. Nadien verhoogde Equiticorp zijn bezit tot iets boven 50 procent door aankopen voor prijzen welke - ingevolge de bepalingen van de City Code - niet boven het bod lagen. Het bestuur van GP, die het bod van Equiticorp 'inadequate on grounds of value' vond, schreef aan zijn aandeelhouders: 'Taking all factors into account, the board considers that shareholders should realize their investment, either by selling shares in the market or by accepting Equiticorp's offer, unless they wish to remain shareholders in Guinness Peat under Equiticorp's effective control in the hope of securing greater long-term value'; Financial Times en The Wall Street Journal, September 30, 1987.

(a) Rule 3.

Het bestuur van de over te nemen vennootschap is verplicht over het bod onafhankelijk deskundig advies in te winnen, en dit advies vervolgens aan haar aandeelhouders bekend te maken.

(b) Rule 5.

Alvorens over deze 'rule' iets te zeggen moet een uitstapje gemaakt worden naar een in de begin jaren '80 in zwang geraakte overname techniek: de zgn. 'dawn raids' ^{*95}, d.w.z. iemand verwerft binnen zeer korte tijd (door één of enkele beurshandelingen) een substantieel aandelenpakket, doorgaans boven de alsdan geldende marktprijs. Hiertegen bestonden tweeërlei soorten bezwaren. In de eerste plaats maakte(n) de verkrijger(s) zich vaak niet bekend. In de tweede plaats kreeg slechts een beperkt aantal aandeelhouders de gelegenheid hun aandelen tegen de vermoedelijk hogere prijs te verkopen. Het probleem van de 'dawn-raiders' is op verschillende fronten aangepakt:

1. Invoering in de 'Companies Act 1981' van de bepalingen, die in the Companies Act 1985 in Sections 198-220 zijn vastgelegd. Daarbij werd, zoals hiervoor reeds is vermeld, een meldingsplicht ingevoerd bij verwerving van een bepaalde hoeveelheid stemgerechtigde aandelen (5% of meer) ^{*96};
2. Invoering van de hiervoor genoemde 'Rules Governing Substantial Acquisition of Shares' (SAR's). Deze regels verbieden de aankoop binnen een tijdsbestek van zeven dagen van 10% of meer van de stemgerechtigde aandelen, indien het totale belang van de verkrijger daardoor groter wordt dan 15%, doch onder de 30% blijft. Een dergelijke aankoop is alleen toegestaan, indien:
 - a) de aandelen van één aandeelhouder worden overgenomen en er verder binnen de periode van zeven dagen geen aankopen worden gedaan;
 - b) de aankoop ten gevolge op een openbaar bod wordt gedaan;
 - c) de aankoop direct voortvloeit uit de aankondiging van een bod, dat door het bestuur van de over te nemen vennootschap wordt aanbevolen.

Door de invoering van deze rules is er controle mogelijk op het bezit van een pakket stemgerechtigde aandelen tussen 10 en 30% ^{*97}. De rules zijn niet van toepassing na de aankondiging van een 'firm intention' om een bod te doen. Dan zijn de bepalingen van de City Code van belang.

In aansluiting op deze bepalingen schrijft 'rule 5' van de City Code als algemene regel voor dat een ieder die minder dan 30 procent van de stem-

95) Voor de mogelijkheden in dit verband in de Verenigde Staten van Amerika zie paragraaf VIII.2.2.

96) In december 1988 is een wetsvoorstel gedaan om dit percentage te verlagen tot 3%. De verwachting is dat deze wijziging in de zomer of in het najaar van 1989 zal worden aangenomen.

97) Vgl. EG-richtlijn informatieplicht bij verwerving en overdracht van een belangrijke deelneming; zie hierover paragraaf VIII.8.

gerechtigde aandelen bezit zijn bezit niet mag uitbreiden boven 30 procent. Iemand die reeds meer dan 30 procent, doch minder dan 50 procent van de stemgerechtigde aandelen bezit, mag zijn bezit binnen twaalf maanden niet uitbreiden met meer dan 2 procent. Op deze regels zijn enkele uitzonderingen mogelijk, welke vergelijkbaar zijn met de hiervoor genoemde uitzonderingen op de SAR's.

(c) Rule 6.

Indien een overnemer in de periode van drie maanden voorafgaande aan de aankondiging van het bod of gedurende de looptijd van het bod aandelen van de over te nemen vennootschap koopt voor een hogere prijs dan de biedingsprijs, dan is hij verplicht een bod te doen c.q. zijn bod te verhogen tot de hoogst betaalde prijs.

(d) Rule 9 ('mandatory offers').

Deze 'rule' bepaalt dat:

- a. iemand die of diegenen die tezamen (als concert parties) in de loop van de tijd meer dan 30 procent van de stemgerechtigde aandelen verkrijg(t)(en), of
- b. iemand die of diegenen die tezamen (als concert parties) reeds 30 procent of meer, maar minder dan 50% van de stemgerechtigde aandelen bezit(ten) en vervolgens in enige periode van twaalf maanden meer dan 2 procent verwer(ft)(ven),

verplicht is/zijn een bod in contanten of een ander bod met een variant in contanten, op alle overige aandelen te doen voor de hoogste prijs welke hij/zij in de voorafgaande twaalf maanden voor aangekochte aandelen heeft/hebben betaald. Aan dit bod mogen geen voorwaarden worden verbonden, behalve de voorwaarde dat het bod slechts gestand zal worden gedaan indien het door 50% of meer van de stemgerechtigde aandeelhouders wordt aanvaard.

De achterliggende gedachte bij deze bepaling is dat bij een beursvennootschap doorgaans een belangrijk deel van de aandeelhouders niet ter vergadering verschijnt (het reeds eerder genoemde zgn. absenteïsme), zodat de City Code er van uitgaat dat iemand met 30 procent van de stemgerechtigde aandelen over een 'effective control' in de vennootschap beschikt. In dat geval dient aan de overige 'minderheids'-aandeelhouders de gelegenheid te worden geboden hun aandelen op niet minder gunstige voorwaarden te verkopen.

(e) Rule 11.

Een overnemer die, tezamen met zijn "concert parties", gedurende een periode van 12 maanden voorafgaande aan het bod of gedurende de looptijd van het bod zoveel aandelen van de over te nemen vennootschap tegen betaling in contanten koopt, dat het totale aandelenpakket van de overnemer en zijn concert parties 15% of meer belooft, moet een bod doen dat betaling in contanten of met een variant in contanten tegen ten minste de hoogst betaalde prijs van de voorafgaande twaalf maanden inhoudt. Deze bepaling beoogt een overnametechniek^{*98} tegen te gaan, waarbij

98) In de V.S. staat deze techniek bekend onder de naam 'freezeout' of 'squeezeout'

na een (substantiële) aankoop met betaling in contanten een bod gedaan wordt, waarbij betaling in de vorm van papier van de overnemer wordt aangeboden; vervolgens, na afloop van het geslaagde bod, hebben de alsdan overblijvende aandeelhouders, die niet op het bod zijn ingegaan, doorgaans alleen nog de mogelijkheid hun aandelen via de beurs (aan de overnemers) te verkopen tegen vermoedelijk lagere prijzen dan het oorspronkelijke bod.

(f) Rule 16.

Niet toegestaan is het sluiten van gunstiger overeenkomsten met bepaalde aandeelhouders.

(g) Rule 21*99.

Aangezien deze bepaling vele van de in Nederland en de V.S. gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies bemoeilijkt neem ik het relevante deel van de tekst letterlijk over:

'During the course of an offer, or even before the date of the offer, if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, except in pursuance of a contract entered into earlier, without the approval of the shareholders in general meeting:

(a) issue any authorised but unissued shares;

(b) issue or grant options in respect of unissued shares;

(c) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;

(d) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of material amount; or

(e) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.

The notice convening such a meeting of shareholders must include information about the offer or anticipated offer.

Where it is felt that an obligation or other special circumstance exists, although a formal contract has not been entered into, the Panel must be consulted and its consent to proceed without a shareholders' meeting obtained.'

Tijdens het bod is het in beginsel niet meer mogelijk het merendeel van de in de paragraaf over de V.S. genoemde middelen en constructies alsnog toe te passen (in sommige gevallen is dit met goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders wel mogelijk). Dit kan anders liggen indien er geen bod gedaan is, en het bestuur ook niet bekend is dat er een 'bona fide' bod in de lucht zit. Eventuele onder deze bepaling vallende beschermingsmaatregelen zullen dus tijdig van te voren voorbereid en in overeenkomsten uitgewerkt dienen te worden.

(h) Rules 28 en 29.

Hierin wordt bepaald dat indien door één of beide partijen winstverwachtingen worden uitgesproken of herwaarderingen van activa plaatsvinden, deze door het bestuur met 'scrupulous care and objectivity' dienen te worden opgesteld. Cijfers dienen onderbouwd te worden met schriftelijke rapporten van accountants (behalve in geval van een bod in contanten) en

99) Vgl. voorstel EG-richtlijn betreffende de openbare aanbieding tot aankoop of ruil (art. 8); zie hierover paragraaf VIII.8.

de financiële adviseurs, alsmede voorzien te zijn van een toelichting van het bestuur. Een herwaardering van activa moet gesteund worden door een rapport van een onafhankelijke deskundige.

Deze voorschriften beogen praktijken tegen te gaan waarbij

- (a) de overnemer die een bod geheel of gedeeltelijk in papier heeft gedaan de waarde van het bod door niet reële winstverwachtingen of herwaarderingen kunstmatig tracht te verhogen, of
- (b) het bestuur van de over te nemen vennootschap door deze handelwijze zijn aandeelhouders tracht te bewegen van het bod af te zien.

(i) Rule 32.

Indien een bod wordt gewijzigd, moet dit tenminste gedurende 14 dagen na de dag waarop het gewijzigde bod is aangekondigd openstaan. Een verhoging van de waarde van een bod door een aankondiging of de aankoop van aandelen in contanten voor een hogere prijs dan de prijs van het bod leidt tot de verplichting een gewijzigd bod te doen.

(j) Rule 36 ('partial offers').

Deze bepaling bevat afzonderlijke voorzieningen ten aanzien van biedingen voor een gedeelte van de aandelen*100. Deze biedingen vereisen de goedkeuring van 'the Panel'. De goedkeuring wordt doorgaans gegeven indien de overnemer door de aankoop niet 30% of meer van de stemgerechtigde aandelen in zijn bezit krijgt. Een bod op 30 procent of meer van de stemgerechtigde aandelen moet worden goedgekeurd door aandeelhouders houdende meer dan 50 procent van het stemgerechtigde kapitaal van de over te nemen vennootschap. De goedkeuring van 'the Panel' wordt doorgaans niet gegeven indien tengevolge van het bod meer dan 30 procent, doch minder dan 100 procent van de stemgerechtigde aandelen wordt verkregen, indien in de twaalf maanden voorafgaande aan het verzoek tot goedkeuring reeds een beduidend aantal aandelen werd verkregen, of indien aandelen zijn aangekocht, terwijl het uitbrengen van een bod al serieus werd overwogen. Deze bepaling bemoeilijkt dus het in de V.S. zo populaire 'two-tier bid'.

Tot zover de bepalingen van de City Code.

Het algemene gevoelen - van politici en economen - in Engeland is dat het in het belang van aandeelhouders is dat overnemingen, ook onvriendelijke, mogelijk moeten zijn. Daarnaast is men van oordeel dat overnemingen tot op zekere hoogte de handel en nijverheid bevorderen, met name omdat besturen van beursvennootschappen er zich steeds van bewust zijn dat er een openbaar bod op hun vennootschap gedaan kan worden. Deze dreiging bevordert de inzet van besturen, en een overname zelf is een effectief instrument om een niet goed funktionerend bestuur te vervangen.

Er zijn echter tekenen die er op wijzen dat het politieke klimaat rond onvriendelijke overnemingen aan het wijzigen is, en wel in deze zin dat men niet langer zonder meer bereid is te aanvaarden dat overnamebiedingen

100) Vgl. in de V.S. de zgn. 'two-tier acquisition'; zie paragraaf VIII.2.2.

altijd in het belang van de economie van het land zijn*¹⁰¹. De institutionele beleggers spelen daarbij, zoals hiervoor is opgemerkt, een belangrijke rol; zij neigen er steeds meer toe bekwame bestuurders die geconfronteerd worden met een onvriendelijk overnamebod de helpende hand toe te steken.

Zoals wij hebben gezien bevat de City Code een aantal zeer effectieve bepalingen om te voorkomen dat besturen tijdens een bieding beschermingsmaatregelen treffen. Uitgangspunt is en blijft dat een aandeelhouder zelf het bod op zijn eigen merites moet kunnen beoordelen.

101) Mede onder invloed van de Guinness affaire. Zie ook 'The Guinness Fallout'; The Sunday Times, October 18, 1987.

VIII.4. FrankrijkVIII.4.1. Inleiding

In Frankrijk staan (onvriendelijke) openbare biedingen - aldaar bekend als offre publique d'achat, ofwel OPA (openbare aanbieding tot aankoop) of offre publique d'échange, OPE (openbare aanbieding tot ruil) eerst sinds kort in de belangstelling. Voor de wijziging van de vennootschaps-wetgeving in 1985 kwamen onvriendelijke openbare biedingen nauwelijks voor. Daarvoor waren in hoofdzaak drie redenen aan te wijzen:

1. Een kwestie van mentaliteit. Onvriendelijke overnemingen werden door de Franse financiële wereld met de nodige argwaan bekeken. Een onvriendelijke overname werd in deze wereld gezien als 'not done'. De laatste jaren is hierin pas verandering gekomen en wordt een overname meer en meer gezien als een methode om een incompetent zittend bestuur te vervangen.
2. De ingewikkelde administratieve regels maakten een overname praktisch onmogelijk. Eerst in maart 1986 werd de voordien vereiste goedkeuring van het 'Ministère de l'Economie des finances et de la privatisation' op overnemingen afgeschaft tezamen met de meest belemmerende administratieve regels met betrekking tot overnamebiedingen. De goedkeuring van het 'Ministère de l'Economie des finances et de la privatisation' is echter nog steeds noodzakelijk voor investeringen door niet EG-ingezetenen, hetgeen de toegang tot de Franse markt voor niet EG-overnemers nog steeds ernstig belemmert.
3. De informatieverschaffing door genoteerde vennootschappen was zeer beperkt. Thans heeft de Franse 'Commission des Operations de Bourse' (COB) regels voorgeschreven die vennootschappen verplichten informatie met betrekking tot het bezit van hun aandelen beschikbaar te stellen.

De wijziging van diverse regels in 1985 heeft geleid tot een sterke toename van openbare biedingen. Van geen enkele in 1984, acht in 1985, negen in 1986 en 1987 tot twintig medio 1988. Nagenoeg evenredig met de toename van het aantal biedingen neemt het aantal beschermingsmaatregelen toe dat tegen onvriendelijke overnemingen in het geweer wordt gebracht. Wat er aan beschermingsmaatregelen ook mogelijk is, op grond van de regels van de COB kunnen bepaalde beschermingsmaatregelen tegen een onvriendelijke overname niet meer genomen worden vanaf het moment dat het bod is uitgebracht.

VIII.4.2. Wetgeving en andere regelgeving

Frankrijk kent geen wetten die speciaal betrekking hebben op overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies. De belangrijkste regelgeving op dit gebied is afkomstig van de COB. Zo heeft de COB op 25 juni 1987 besloten dat, zodra een bod is uitgebracht, alle handelingen van de vennootschap die niet vallen binnen de normale gang van zaken in de onderneming verboden zijn. Daardoor kunnen bepaalde wijzigingen in de statuten niet meer aangebracht worden, geen aandelen met dubbel stemrecht meer worden uitgegeven of op andere wijze het kapitaal worden verhoogd. Voorts is het verboden op de markt in te grijpen of andere handelingen te

verrichten met het doel een openbaar bod te belemmeren*102.

De wet bevat een aantal bepalingen welke voor ons onderwerp van belang zijn. Zo is een overval op een genoteerde vennootschap niet goed mogelijk. Er bestaat een meldingsplicht voor groot-aandeelhouders*103. Iedere natuurlijke of rechtspersoon die 5%, 10%, 33 1/3% of 50% van het kapitaal van een aandelenvennootschap die gevestigd is in Frankrijk verworft, dient deze vennootschap binnen twee weken na het bereiken van de genoemde drempels te informeren omtrent het aantal aandelen dat hij bezit*104. De sanctie op overtreding van deze bepaling is dat op de aandelen waarmede de drempel wordt overschreden geen stemrecht kan worden uitgebracht zolang de verboden situatie voortduurt, alsmede een termijn van drie maanden daarna. Voorts zijn er strafrechtelijke sancties. In de statuten van vennootschappen kan voor de meldingsplicht een lagere drempel dan 5% worden opgenomen, waarbij indien deze statutaire verplichting niet wordt nagekomen het stemrecht kan worden opgeschort*105. Ingevolge de wet van 17 juni 1987 kunnen de statuten van een vennootschap voorts bepalen, dat, met het oog op de identificatie van aandeelhouders, de vennootschap op ieder moment gerechtigd is het 'effectenclearing instituut' te verzoeken om opgave van de naam, adres en nationaliteit van haar aandeelhouders onder vermelding van het aantal stemmen dat deze aandeelhouders mogen uitbrengen.

Na de koersval in oktober 1987 ontstond een golf van overnemingen*106. Het Franse 'Ministre de l'Economie des finances et de la privatisation' vond hierin aanleiding om 'overnemers' te verplichten hun plannen eerder bekend te maken. Te dien einde werd op 21 april 1988 artikel 356 lid 1 van de wet van 24 juli 1966 gewijzigd in die zin dat iedere (rechts)persoon die 20% of meer van het kapitaal van een vennootschap verworft, verplicht is te verklaren wat zijn plannen in de eerstvolgende twaalf maanden met zijn investering in die vennootschap zijn en meer in het bijzonder:

1. of hij voornemens is de aankoop van aandelen te stoppen of voort te zetten;
2. of hij voornemens is de vennootschap te gaan controleren; en
3. of hij voornemens is zich als lid van het bestuur of raad van commissarissen te laten benoemen.

102) Interview met de secretaris-generaal van de COB, Revue de Droit Bancaire, No. 6, maart/april 1988.

103) Vgl. de EG-richtlijn van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap; zie hierover paragraaf VIII.8.

104) Art. 356 lid 1 van de wet van 24 juli 1966, gewijzigd 17 juni 1987.

105) Zo heeft de Compagnie du Midi een statutaire meldingsplicht opgenomen bij 1% van het aandelenkapitaal en Saint-Gobain zelfs bij iedere 0,5%.

106) NRC Handelsblad 12 maart 1988.

VIII.4.3. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructiesVIII.4.3.1. Statutaire beschermingsmiddelen(a) 'noyaux durs/groupes d'actionnaires stables'

Een van de gevaren die ook de Franse vennootschappen bedreigen bestaat uit een zeer gespreid aandelenbezit en aandeelhouders die niet bij de vennootschap zijn betrokken als investerende aandeelhouders^{*107}. Het zijn juist deze vennootschappen - waarvan de aandelen in verschillende handen zijn en waar aandeelhouders eerder kiezen voor een winst op korte termijn dan dat zij zich eigenaar voelen van de onderneming - die het meest bedreigd zijn^{*108}. Daar komt bij dat de vennootschappen meestal op de beurs ondergewaardeerd zijn en - naar de mening van de beursanalisten - dikwijls ook niet optimaal gemanaged worden.

Teneinde genoemd gevaar te keren wordt - in navolging van het door het 'Ministre de l'Economie des finances et de la privatisation' bij de meeste privatiseringen gevolgde systeem^{*109} - gekozen voor het vormen van zogenaamde 'noyaux durs' of de 'groupes d'actionnaires stables' (harde kernen van trouwe groot-aandeelhouders). Met het vormen van harde kernen van trouwe groot-aandeelhouders wordt beoogd om in geval van een onvriendelijke overname voldoende zeggenschap te concentreren bij bevriende relaties. Harde kernen kunnen op de volgende wijzen worden gevormd, waarbij in de eerste twee gevallen het geplaatste kapitaal verhoogd wordt in het geval van een onvriendelijke overname en in de overige gevallen direct een verhoging van het geplaatste kapitaal plaatsvindt.

1. converteerbare obligaties.

Bij uitgifte van converteerbare obligaties kan worden bepaald dat de houders van de obligaties, die in verschillende varianten voorkomen, eerst in geval van een openbaar bod hun obligaties kunnen omzetten in aandelen. De converteerbare obligaties worden uitgegeven aan bevriende relaties. Een variant op dit systeem is de obligaties met opties op het verkrijgen van aandelen^{*110}. Het verschil met de conver-

107) Zie hierover ook het slot van paragraaf IX.2.2.

108) Zie hierover Sciences et Vie Economique, juli/aug. 1987. De meest bedreigde vennootschappen zijn: L'Air Liquide, BSN, Club Méditerranée, Accord, la Compagnie de Navigation Mixte, LaFarge Coppée. Geen van deze vennootschappen hadden ultimo 1986 aandeelhouders die meer dan 5% van het kapitaal bezaten.

109) Ook in Engeland en Nederland worden bij privatisering de vennootschappen niet onbeschermd gelaten. Vgl. voor Engeland de toepassing van een 'golden share'; zie hierover het slot van paragraaf VIII.3.2. en vgl. voor Nederland de regeling bij en statuten van DSM. Begin februari 1989 heeft de Franse ministerraad besloten dat geprivatiseerde bedrijven in de toekomst niet meer verplicht zijn harde kernen van aandeelhouders te hebben. In plaats hiervan behoeven deelnemingen van meer dan 10% in geprivatiseerde bedrijven de goedkeuring van de regering; NRC Handelsblad 2 febr. 1989.

110) Ingevoerd bij de wet van 3 jan. 1983.

teerbare obligaties is dat de opties los staan van de obligaties. Het recht om de opties te kunnen uitoefenen kan worden gekoppeld aan specifieke voorwaarden, zoals bijvoorbeeld een onvriendelijke overname. Van belang is dat het ook mogelijk is dat een lening van een dochtermaatschappij wordt omgezet in aandelen van de moedermaatschappij, in welk geval de financiering van de groep gebruikt wordt als beschermingsmiddel^{*111}. De lossere band tussen de converteerbare obligaties en de opties komt tot uitdrukking in het feit dat de opties afzonderlijk van de obligaties verhandelbaar zijn. Een en ander houdt wel in dat de obligaties alleen bij bevriende relaties geplaatst kunnen worden.

2. optie op aandelen.

Ook een rechtstreekse optie op aandelen tegen een tevoren bepaalde koers is mogelijk. Om fiscale redenen wordt de storting op de aandelen gekoppeld aan de beurskoers op de dag van uitgifte of de dag van het uitoefenen van de optie.

Van de hiervoor genoemde twee methoden is gebruik gemaakt door BSN^{*112} en Moët Hennessy^{*113}.

3. keuze stockdividend.

Artikel 351 van de wet van 3 januari 1983 biedt aandeelhouders de mogelijkheid hun dividend in de vorm van aandelen te laten uitkeren. Alhoewel deze vorm van dividendbetaling aan alle aandeelhouders gelijkmatig moet worden gedaan kan de algemene vergadering van aandeelhouders - indien er meer soorten van aandelen zijn - besluiten dat de aandeelhouders hun dividend ontvangen in aandelen van een soort die zij reeds bezitten. Indien de vennootschap aandelen met dubbel stemrecht kent, kunnen aan aandeelhouders die reeds aandelen met dubbel stemrecht bezitten nieuwe aandelen met dubbel stemrecht uitgereikt worden waardoor het aantal stemmen dienovereenkomstig wordt vergroot. Aangezien aandelen met dubbel stemrecht doorgaans in het bezit zijn van harde kernen van trouwe groot-aandeelhouders wordt op deze wijze de zeggenschap van die groep versterkt.

4. omzetten van schulden in aandelen.

Een kapitaalsverhoging door omzetting van schulden in aandelen is niet ongebruikelijk. De vennootschap wordt hierdoor in staat gesteld

111) Het is echter niet mogelijk om op deze wijze een soort 'crown jewel'-constructie te maken door een lening van een moedermaatschappij converteerbaar te maken in aandelen van de dochtermaatschappij.

112) Zie L'Expansion 23 jan. 1987. Het eerste onvriendelijke openbare bod in Frankrijk is in 1969 door BSN uitgebracht op de aandelen van Saint-Gobain. BSN is thans zelf een van de bedreigde vennootschappen (zie de vijfde noot van deze paragraaf) en heeft obligaties met optierechten ten bedrage van 120 miljoen francs geplaatst bij een door bevriende banken (Credit Lyonnais, BNP, Lazard, Paribas, Deutsche Bank, Sofina) speciaal voor dit doel opgerichte vennootschap.

113) Zie Le Monde 8/9 mrt. 1987.

nieuwe aandeelhouders toe te laten of de positie van bestaande aandeelhouders naar keuze te versterken.

5. inbreng in natura op uit te geven aandelen.
Ook in Frankrijk bestaat bij een dergelijke uitgifte geen voorkeursrecht zodat op deze wijze de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders beïnvloed kan worden.
6. uitgifte van aandelen met storting in geld.
Een dergelijke uitgifte aan niet (alle bestaande) aandeelhouders betekent uitsluiting van het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders.

Bij de uitwerking van de hiervoor genoemde methoden om harde kernen van trouwe aandeelhouders te vormen doen zich vaak problemen voor. In sommige gevallen moeten aandeelhouders afstand doen van hun voorkeursrecht; in andere gevallen is statutenwijziging en verhoging van kapitaal nodig. De besluiten daartoe moeten worden genomen door een algemene vergadering van aandeelhouders, hetgeen betekent dat niet altijd erop gerekend mag worden dat de besluiten ook daadwerkelijk tot stand komen. Uitsluitend bij de hiervoor onder 1 en 2 genoemde opties is een kapitaalverhoging en statutenwijziging niet noodzakelijk. Op grond van artikel 180 lid 3 van de wet 1966 kan de algemene vergadering van aandeelhouders de bevoegdheden tot verhoging van het kapitaal ook aan het bestuur van de vennootschap delegeren.

Behalve voor het vormen van harde kernen van trouwe aandeelhouders heeft de kapitaalsverhoging ook tot doel een verwatering van het bezit van de overvaller te bewerkstelligen. De overname wordt zo kostbaar dat deze voor de overvaller niet aantrekkelijk of zelfs onmogelijk wordt.

(b) verkrijging van eigen aandelen

Inkoop van eigen aandelen is in het Franse recht aan strenge voorwaarden onderworpen en uitsluitend toegestaan:

- a. ingeval van kapitaalvermindering wegens geleden verliezen;
- b. om aandelen aan werknemers toe te kennen; en
- c. om de beurskoers van de vennootschap te reguleren.

Aangezien bescherming niet als reden wordt genoemd, dient in geval van inkoop op grond van bescherming een van de genoemde redenen toepasselijk te zijn. Echter ook in Frankrijk is het bedrag aan in te kopen aandelen beperkt tot 10% van het totaal aantal uitstaande aandelen en mag op de ingekochte aandelen geen stem worden uitgebracht zodat het beschermings-effect van inkoop van eigen aandelen gering is^{*114}.

(c) stemrecht

In principe heeft ook in Frankrijk iedere aandeelhouder recht op het uitbrengen van zoveel stemmen als overeenkomt met het aantal door hem gehou-

114) Zie hierover paragraaf V.3.4.6.a.

den aandelen. De enige gevallen waarbij de regel een stem per aandeel wordt doorbroken zijn:

a. de statutaire stemrechtbeperking*¹¹⁵ analoog aan de nederlandse stemrechtbeperking;

b. de mogelijkheid tot het creëren van aandelen met dubbel stemrecht*¹¹⁶;

c. preferente aandelen zonder stemrecht.

Aandelen met dubbel stemrecht worden dikwijls door families of bevriende groepen gebruikt voor handhaving van de controle*¹¹⁷. Het is mogelijk toekenning van dubbel stemrecht aan niet-EG ingezetenen te verbieden. De aandelen met dubbel stemrecht moeten door de statuten of de algemene vergadering van aandeelhouders zijn toegelaten. Zij kunnen slechts worden toegekend aan personen die meer dan twee jaar houder van volgestorte aandelen op naam zijn. Veelal wordt zelfs statutair een langere duur voorgeschreven, zij het dat die termijn bij genoteerde vennootschappen niet langer dan vier jaar mag zijn*¹¹⁸. Ingeval van een dreiging van een onvriendelijke overname kan op veel aandelen op naam direct dubbel stemrecht worden uitgebracht aangezien de twee-jaarstermijn niet wordt gerekend vanaf de datum van toekenning bij een statutenwijziging of door de algemene vergadering van aandeelhouders maar vanaf de inschrijving in het aandelenregister van de aandelen op naam van de aandeelhouder. Bovendien kunnen, zoals we hiervoor reeds zagen, de aandelen met dubbel stemrecht*¹¹⁹ ook bij wege van stockdividend op de aandelen op naam worden uitgegeven. Gevolg van aandelen met dubbel stemrecht is dat de koper een veel groter aantal aandelen in de vennootschap zal moeten verwerven om de zeggenschap in de vennootschap te verkrijgen. De preferente aandelen zonder stemrecht worden slechts in beperkte mate gebruikt. Het zijn vooral de uitgebreide formaliteiten die hun ontwikkeling remmen. De preferente aandelen zonder stemrecht mogen slechts een kwart van het kapitaal uitmaken en zijn in tegenstelling tot gewone aandelen onder bepaalde voorwaarden intrek- en inkoopbaar zelfs tegen de wil van hun houders. Daarnaast en vergelijkbaar met deze aandelen bestaan er 'certificats d'investissements' (beleggingscertificaten) die zijn geïntroduceerd in de wet van 3 januari 1983*¹²⁰. Deze certificaten worden meer gebruikt dan

115) Art. 177 van de wet van 24 juli 1966. Bijv. bij Pernod Ricard: Iedere stemgerechtigde in de aandeelhoudersvergadering heeft zoveel stemmen als hij aandelen bezit of vertegenwoordigt met een maximum van 30% van de stemmen.

116) Art. 175 van de wet van 24 juli 1966. Ongeveer een/derde van de vennootschappen genoteerd op de zgn. 'second marché' en ongeveer 20% van de vennootschappen genoteerd op de officiële markt heeft aandelen met dubbel stemrecht.

117) Een kwart van de aandelen van Moët Hennessy die gehouden worden door de familie bezitten een dubbel stemrecht.

118) Art. 18 van het reglement van de COB nr. 87-01, 20 jan. 1987.

119) Art. 175 van de wet van 24 juni 1966.

120) Vgl. in Zwitserland de 'Partizipationsscheine'; zie hierover paragraaf VIII.7.2.1.(c)

de preferente aandelen zonder stemrecht met name door vennootschappen die wel zijn genoteerd maar toch in hoofdzaak een besloten karakter hebben en willen houden. De bestaande aandeelhouders hebben stemrecht, terwijl aan nieuwe kapitaalverschaffers beleggingscertificaten worden uitgereikt. De bezitters van certificaten hebben geen voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe aandelen. Evenals bij de hiervoor genoemde preferente aandelen zonder stemrecht mogen de certificaten ook slechts een kwart van het kapitaal uitmaken zodat bij cumulatief gebruik van deze twee instrumenten de helft van de kapitaalverschaffers geen stemrecht heeft.

VIII.4.3.2. Buiten-statutaire beschermingsconstructies

(a) anti-overname fondsen

Naast de hiervoor genoemde maatregelen tot het vormen van harde kernen van trouwe aandeelhouders bedienen vennootschappen zich ook van ingewikkelde structuren om zich met in stand houding van de harde kernen en/of bevriende groepen van aandeelhouders tegen overnemingen te beschermen. Veel voorkomend zijn constructies die leiden tot anti-overname fondsen. Gebruik wordt gemaakt van fondsen voor gemene rekening waarbij het bestuur een grote beleggingsvrijheid krijgt. Andere vormen zijn burgerlijke maatschappen, de 'société en nom collectif' (vennootschap onder firma) en de 'société en commandite par actions' (commanditaire vennootschap op aandelen). In deze fondsen worden dan de te beschermen vennootschappen ondergebracht. Met name indien de over te nemen vennootschap aan een groep toebehoort kan de bescherming verzekerd worden door het vormen van een dergelijk soort holding die bestemd is om de zeggenschap uit te oefenen. In deze holding, die niet genoteerd wordt ter beurse, wordt de zeggenschap op de aandelen via een meerderheidsbelang op aandelen met dubbel stemrecht opgesloten - meestal is een dergelijke holding in handen van de familie. Ook komen wederzijdse deelnemingen en tripartite deelnemingen voor. De wederzijdse deelnemingen zijn nader geregeld bij de wet van 15 juni 1985, die een wederzijdse deelneming verbiedt zodra een vennootschap - ook niet aandelenvennootschappen - meer dan 10% van de andere vennootschap bezit. Dit verbod geldt echter alleen voor rechtstreekse deelnemingen en niet voor deelnemingen in dochtervennootschappen. Toch kan dit middel van belang zijn aangezien tijdwinst altijd een belangrijke rol speelt in een overnamegevecht. Een over te nemen vennootschap zal deze tijdwinst kunnen boeken door het verwerven van een deelneming van meer dan 10% in de overnemer. Door het verwerven van deze 10% kan de overnemer geen aandelen meer verwerven in de over te nemen vennootschap zonder de wet te overtreden.

(b) 'tripartite holding'

Kenmerk van een tripartite holding is dat een vennootschap een deelneming heeft in een tweede vennootschap, welke op haar beurt een deelneming heeft in een derde vennootschap en deze derde vennootschap heeft weer een deelneming in de eerste vennootschap. Zo worden mede door gebruik te maken van aandelen met dubbel stemrecht de overige aandeelhouders groten-deels buiten spel gezet. Artikel 359-1 van de wet van 24 juni 1966, zoals gewijzigd in 1985, schrijft echter voor dat stemrechten op aandelen die

op dergelijke wijze worden uitgebracht slechts meetellen tot 10% van de stemmen van de aandeelhouders vertegenwoordigd op de aandeelhoudersvergadering.

(c) 'auto-contrôle'

De 'auto-contrôle' stelt een vennootschap in staat de zeggenschap in eigen gelederen te beheersen met behulp van een of meer andere vennootschappen waarover zij direct of indirect de zeggenschap heeft. Anders dan inkoop van aandelen is deze techniek in beginsel wel toegestaan^{*121}, zij het dat het nieuwe artikel 356-1 in de wet van 24 juli 1966 de mogelijkheden van 'auto-contrôle' wel heeft beperkt. Door dit artikel worden de stemmen welke een vennootschap in de algemene vergadering van aandeelhouders van haar moedermaatschappij uitbrengt slechts in aanmerking genomen tot een maximum van 10% van het totaal aantal uitgebrachte stemmen.

(d) 'société en commandite par actions'

De 'société en commandite par actions' (commanditaire vennootschap op aandelen) blijkt één van de meest doeltreffende beschermingsconstructies. Deze bescherming is voornamelijk gebaseerd op de mogelijkheden die deze rechtsvorm biedt om de stabiliteit van het bestuur te garanderen. Een van de karakteristieken van dit type vennootschap is de grote vrijheid welke aan de vennoten wordt gelaten met betrekking tot het inrichten van de statuten en met name wat betreft de termijn van benoeming van het bestuur, zoals een benoeming voor het leven^{*122}. Voorts kunnen de voorwaarden en mogelijkheden voor ontslag beperkt worden. Om deze reden wordt deze rechtsvorm vaak gekozen door ondernemingen die enerzijds een beroep willen doen op het belegend publiek en anderzijds de macht toch in handen van de familie^{*123} of moedermaatschappij willen houden^{*124}. Ook bij nieuwe beursintroductions wordt deze vennootschapsvorm nog gebruikt alhoewel de COB hierover niet enthousiast is aangezien de rechten van de aandeelhouders wel zeer sterk worden beperkt^{*125}. Zoals hiervoor is opgemerkt laten de statuten een grote vrijheid met betrekking tot de inrichting van het bestuur. In de meeste gevallen treedt als beherend vennoot van de commanditaire vennootschap een 'société anonyme' (SA) of 'société anonyme à responsabilité limitée' (SARL) op, die wordt gecontroleerd door een door het bestuur van de vennootschap beheerste andere SA of SARL, die vaak tegelijkertijd ook nog als commanditaire vennoot op-

121) Zo is CGE sinds 12 november 1987 via een dochtermaatschappij die 5,2% van de aandelen in de moedermaatschappij houdt een van de belangrijke machthebbers in de eigen algemene vergadering van aandeelhouders geworden; zie hierover la Vie Francaise 4 dec. 1987, blz. 33.

122) Zelfs een erfelijk bestuurslidmaatschap is volgens sommige schrijvers mogelijk.

123) Zoals bijvoorbeeld bij Michelin en Casino.

124) Zoals in het geval van La Bank Lazard.

125) Dubois Investissement, holding van Castorama werd in een commanditaire vennootschap omgezet voor zijn introductie op de 'second marché'; zie de Figaro Economie, 23 febr. 1987.

treedt. Nadelen van deze rechtsvorm zijn echter wel het ingewikkelde en vaak onvoordelige fiscale regime en de aansprakelijkheid van de commanditen. Bovendien is het niet bepaald gemakkelijk om banken en financiers bereid te vinden, om zonder greep te hebben op het bestuur van de vennootschap grote financieringen te verschaffen. De commanditaire vennootschap biedt een behoorlijke bescherming tegen vijandige overnemingen waarbij aangetekend moet worden dat zij niet de overname zelf verhindert maar dat zij de effecten op het bestuur beperkt. Bijkomende voordelen zijn dat beperkende bepalingen, die op de gebruikelijke aandelenvennootschap van toepassing zijn, zoals bijvoorbeeld de beperking van inkoop van aandelen niet van toepassing zijn op de commanditaire vennootschap op aandelen.

VIII.5. België

VIII.5.1. Inleiding

Tot 1987 kwamen onvriendelijke overnemingen in België nauwelijks voor. Als reden hiervoor kan onder andere worden genoemd dat de meeste vennootschappen in handen zijn van grote houdstermaatschappijen of in familie handen. Voorts valt op de over het algemeen geringe kapitalisatie van de vennootschappen. Mede om fiscale redenen worden vennootschappen veelal met vreemd vermogen gefinancierd.

In de jaren 1987-1988 zijn enkele pogingen tot onvriendelijke overnemingen gedaan, waarvan het gevecht om de Société Générale de Belgique in de publiciteit de meeste aandacht heeft getrokken^{*126}. Mede naar aanleiding van deze overnamestrijd is er een mentaliteitsverandering met betrekking tot overnemingen opgetreden en heeft een aantal grote Belgische vennootschappen naar beschermingsmiddelen gegrepen waarvan de toepassingsmogelijkheden nog niet geheel zijn uitgekristalliseerd.

De algemene verwachting is dat het aantal onvriendelijke overnemingen kan toenemen omdat Belgische vennootschappen op dit moment slechts beperkte mogelijkheden hebben zich te beschermen.

VIII.5.2. Wetgeving en andere regelgeving

België kent geen speciale wetgeving^{*126a} welke betrekking heeft op overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies. De belangrijkste regelgeving op dit gebied is afkomstig van de Bankcommissie. De rol van de Commissie^{*127} in deze is echter beperkt. Het toezicht betref oorspronkelijk alleen het 'openbaar verkopen of te koop stellen van titels'^{*128}, maar werd door een

126) De andere overnamepogingen betreffen Royale Belge door AXA en Assubel-Leven door AG Groep. Bij Assubel-Leven betrof het echter een niet genoteerde vennootschap met aandelen op naam. De overnamestrijd werd mede beïnvloed door de statutaire bepaling van Assubel-Leven, waarin werd bepaald dat elke aandelenoverdracht slechts kon plaatsvinden na erkenning van de verkrijger door het bestuur van de vennootschap. Bij weigering van erkenning moest het bestuur zowel een of meer overnemers als de overnameprijs bekend maken; zie over deze overnamestrijd het Jaarverslag van de Bankcommissie 1987-1988, blz. 87.

126a) Zulks met uitzondering van:

1. Art. 36 van de Wet van 30 december 1970, waarin onder andere met het oog op de gevolgen voor de werkgelegenheid, elke voorgenomen handeling om aandelen te vervreemden van een vennootschap werkzaam binnen België en met een eigen vermogen van ten minste 100 miljoen Belgische francs moet worden aangemeld bij de minister voor Economische zaken, van Financiën en de staatssecretaris voor de regionale economie;
2. Art. 108 § 2 van het WvK. Niet EG-ingezetenen hebben voor het doen van een openbare bieding de toestemming nodig van de minister van financiën.

127) Zie hierover Van Gerven, W., De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht, De rol van de Bankcommissie, in Van vennootschappelijk belang, blz. 41 e.v.. Van Gerven is van maart 1982 tot oktober 1988 voorzitter van de Bankcommissie geweest.

128) Art. 26 van het Bankbesluit, KB nr. 26 van 9 juli 1935.

interpretatieve wetsbepaling^{*129} uitgebreid tot onder meer ook alle 'aanbiedingen tot publieke intekening, omruiling of aankoop'. Het onderwerp van toezicht is niet de overname zelf, doch de kwaliteit van de informatie die aan het beleggend publiek wordt verstrekt, alsmede een gelijke behandeling van alle aandeelhouders en een correcte naleving van de wettelijke voorschriften. De Commissie oefent haar bevoegdheden hoofdzakelijk uit door toezicht te houden op de samenstelling en de verspreiding van het prospectus^{*130}. De Commissie beschikt niet over afdwingbare bevoegdheden. De activiteiten van de Commissie worden vastgelegd in jaarverslagen. Via deze verslagen wordt aan doctrinevorming gedaan en is een niet onaanzienlijke administratieve rechtspraak tot stand gekomen, die door de betrokken ondernemingen aandachtig wordt bestudeerd en - meestal - opgevolgd^{*131}. De belangrijkste 'doctrines' van de Commissie met betrekking tot openbare biedingen kunnen als volgt worden samengevat:

- de kennisgeving van een openbaar bod moet eerst aan de Commissie geschieden, dan aan de over te nemen vennootschap, en mag pas daarna openbaar worden gemaakt^{*132};
- het bod kan alleen uitgebracht worden na verkrijging van het 'nihil obstat' van de Commissie. De Commissie kan het bod niet tegenhouden, maar wel vertragen (door bijvoorbeeld de bespreking te rekken wanneer zij de aan haar verstrekte informatie onvoldoende acht) en eventueel uitstellen tot drie maanden na haar beslissing;
- na het uitbrengen van het bod mag een meerderheidsaandeelhouder zijn pakket niet aan de overnemer tegen een hogere prijs dan het bod verkopen en de overnemer niet voor een hogere prijs aandelen kopen;
- bij een hoger bod of tegenbod moet de hogere prijs ook betaald worden aan hen die reeds op een eerder bod zijn ingegaan.

Tegen overvallen, of zoals zij in België worden genoemd 'systematische aankopen op of buiten de beurs teneinde de zeggenschap over een vennootschap te verkrijgen' bestaan, behalve een schorsing van de notering van aandelen van

129) Art. 22 § 2 van de wet van 10 juni 1964 op het openbaar aantrekken van spaargelden.

130) Van Gerven, W., t.a.p., blz. 42.

131) Van Gerven, W., t.a.p., blz. 42.

132) Deze en de volgende regel van de 'doctrines': van de Commissie hebben een belangrijke rol gespeeld in de afloop van de strijd om de Société Générale de Belgique (SGB). Alvorens het bod van Cerus (de Franse houdstermaatschappij van De Benedetti) op SGB openbaar werd gemaakt, heeft De Benedetti op de avond daarvoor (zondag 18 jan. 1988) het bestuur van SGB omtrent zijn voornemen tot het uitbrengen van een bod ingelicht. Nog diezelfde avond heeft het bestuur van SGB besloten tot uitgifte van aandelen, naar later bleek aan een deelneming van SGB, terwijl deze deelneming het te storten kapitaal leende van de tot de groep behorende Générale de Banque. Deze uitgifte had tot gevolg dat het belang van De Benedetti in SGB werd teruggebracht van 18 naar 11 procent. Het 'nihil obstat' van de Commissie dat in het normale geval op 2 febr. 1988 (15 dagen) verleend had moeten worden, werd pas op 9 februari 1988 verleend. Dit uitstel is scherp bekritiseerd. Intussen had Compagnie Financière de Suez een aanzienlijk pakket aandelen SGB verworven, terwijl inmiddels ook nagenoeg alle overige aandelen in vaste handen waren terechtgekomen, met als gevolg dat Cerus met het openbaar bod slechts 3,5% van de aandelen verwierf. Het bod van Cerus mislukte; zie hierover het Jaarverslag 1987-1988 van de Commissie, blz. 57 e.v.

de betreffende vennootschap ter beurse door het 'Noteringskomitee', op dit moment geen duidelijke remedies. De Commissie heeft zich het recht voorbehouden in een concreet geval op grond van de feiten te beslissen of dergelijke aankopen beschouwd moeten worden als een openbare bieding en als zodanig zijn onderworpen aan de ter zake bepaalde procedures^{*133}. Deze problematiek is ook aan de orde geweest in de overnamestrijd om de Société Générale de Belgique^{*134}.

In juni 1987 is door de regering een wetsontwerp ingediend met als doel meer inzicht te verschaffen in de aandeelhoudersstructuur van vennootschappen met een vermogen van tenminste 200 miljoen frank. De behandeling van dit ontwerp is door parlementsonthouding vertraagd. Mede naar aanleiding van de strijd om de Société Générale de Belgique heeft de regering een nieuw wetsontwerp ingediend en is zij voornemens de bestaande vennootschapswet op enkele punten te wijzigen.

Het nieuwe ontwerp^{*135} omvat twee hoofdstukken. Het eerste hoofdstuk bevat een meldingsplicht bij het bereiken van (of terugvallen onder) elke drempel van 5% of een veelvoud van 5% van de stemrechten verbonden aan aandelen van vennootschappen naar Belgisch recht waarvan aandelen genoteerd worden op een effectenbeurs in een Lid-Staat van de EG, alsmede bij het verwerven of overdragen van de zeggenschap over een vennootschap die minstens 5% van de stemrechten van een dergelijke Belgische vennootschap bezit. Het ontwerp bevat een bepaling die moet voorkomen dat de meldingsplicht wordt ontduken door inschakeling van gecontroleerde vennootschappen, samenwerkende partijen en stromannen. De melding moet plaatsvinden bij de vennootschap en de Bankcommissie. Deze meldingsplicht sluit aan bij de EG-richtlijn van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurse genoteerde vennootschap^{*136}. Daarnaast moeten twee maatregelen verhinderen dat een nieuwe aandeelhouder overdreven baat zou hebben bij een verrassingseffect. Enerzijds kan niemand op een algemene vergadering van aandeelhouders aan de stemming deelnemen met aandelen welke niet tenminste reeds 45 dagen zijn aangemeld en die de eerstvolgende drempel (5% of een veelvoud daarvan) boven het 45 dagen eerder bekende bezit overschrijden. Een uitzondering wordt onder andere gemaakt voor krachtens erfrecht verkregen aandelen, aandelen waarop is ingeschreven door uitoefening van het voorkeursrecht en aandelen die verkregen zijn in het kader van een regelmatig openbaar bod.

133) Zie hierover de Jaarverslagen van de Bankcommissie, 1971-1972, blz. 169; 1982-1983, blz. 73 en 1986-1987, blz. 89.

134) De Commissie heeft Cerus verweten voor de indiening bij de Commissie van het dossier met betrekking tot het bod op SGB o.a. door het verwerven van een belang van ongeveer 18% in SGB een 'verdoken' openbaar bod te hebben gedaan; Jaarverslag 1987-1988, blz. 64. Cerus heeft op haar beurt een zelfde verwijt gemaakt aan het adres van de andere verwerver van aandelen SGB de Compagnie Financière de Suez.

135) Na advies van de Raad van State ingediend op 20 juli 1988 en besproken en geamendeerd in de Kamercommissie op 24 november 1988. Men verwacht een snelle verdere behandeling en invoering.

136) Zie hierover paragraaf VIII.8.

Anderzijds heeft het bestuur van de vennootschap, indien zij binnen 15 dagen voor de datum waarop een algemene vergadering van aandeelhouders wordt gehouden een melding omtrent aandelenbezit ontvangt of weet dat een melding had moeten plaatsvinden of nog moet worden verricht, de bevoegdheid die vergadering drie weken te verdagen. Het tweede hoofdstuk handelt over de openbare overname-aanbiedingen en wijzigingen in de zeggenschap over vennootschappen die een openbaar beroep op de kapitaalmarkt doen of hebben gedaan. Het verleent de Koning (zijnde de regering) de bevoegdheid deze materie te regelen na advies van de Bankcommissie^{*137}. Denkbaar is dat dit neer zal komen op het omzetten van de 'doctrines' van de Bankcommissie in Koninklijke Besluiten genomen op grond van een soort kaderwet^{*138}.

De voorgenomen wijzigingen in de bestaande wetten op de Handelsvennootschappen zijn nog niet bekend gemaakt, doch de verwachting is dat zij betrekking zullen hebben op:

- a. een beperking van de mogelijkheid van wederzijdse deelnemingen, de verkrijging door een vennootschap en haar dochtermaatschappijen van eigen aandelen, het gebruik van nog niet geplaatste aandelen en afwijkingen van het voorkeursrecht;
- b. een regeling met betrekking tot de goedkeuringsbepalingen en stemrecht-overeenkomsten; en
- c. de introductie van aandelen zonder stemrecht en aandelen met dubbel stemrecht.

België kent nauwelijks een eigen kartelrecht (Wet van 27 mei 1960 op het misbruik van economische machtsposities). Er is echter een veel verdergaande mededingingswet op komst. Een in het parlementaire jaar 1985-1986 bij het toenmalige parlement ingediend wetsontwerp, waarvan de inhoud geïnspireerd was op het Europese recht, is bij het huidige parlement niet meer aanhangig. In de loop van 1989 wordt een gewijzigd ontwerp verwacht.

VIII.5.3. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

De mogelijkheden voor Belgische vennootschappen om zich met behulp van beschermingsmiddelen en -constructies te verweren tegen een onvriendelijke overname ontbreken nagenoeg geheel. In de praktijk worden in hoofdzaak de volgende beschermingsmiddelen gebruikt.

VIII.5.3.1. Statutaire beschermingsmiddelen

(a) uitgifte van aandelen

Het begrip 'toegestaan kapitaal', dat betrekking heeft op het kapitaal dat nog uitgegeven kan worden^{*138a} is in België pas in 1984 ingevoerd bij de aanpassing van de vennootschapswetgeving aan de Tweede EEG-Richtlijn. De be-

137) Zie hierover het Jaarverslag 1987-1988 van de Bankcommissie, blz. 118 en 119.

138) In de toelichting bij het wetsontwerp wordt vermeld dat de regering bij het opstellen van de Koninklijke Besluiten rekening zal houden met de ervaring en de gaandeweg uitgewerkte aanbevelingen van de Bankcommissie.

138a) Vgl. in Nederland het verschil tussen het maatschappelijk en geplaatst kapitaal.

voegdheid om het kapitaal te verhogen door aandelen uit te geven berust overeenkomstig de bepalingen van de richtlijn in beginsel bij de algemene vergadering van aandeelhouders. Evenals in Nederland kan de algemene vergadering van aandeelhouders het bestuur de bevoegdheid verlenen om gedurende vijf jaar in één of meer malen door uitgifte van aandelen het kapitaal te verhogen tot een bepaald maximum*138b.

Bij uitgifte van aandelen waarop in geld/speciën wordt ingeschreven, hebben bestaande aandeelhouders in beginsel een voorkeursrecht (bij inbreng in natura hebben aandeelhouders geen voorkeursrecht). Dit voorkeursrecht kan niet bij de statuten algemeen worden beperkt of opgeheven. Wel kan de algemene vergadering van aandeelhouders tegelijk met een kapitaalverhoging ook het voorkeursrecht daarbij beperken of opheffen. Evenals in Nederland kunnen ook de statuten het bestuur de bevoegdheid geven om binnen de grenzen van het 'toegestaan kapitaal' aandelen uit te geven zonder voorkeursrecht voor de bestaande aandeelhouders.

Wanneer het bestuur gebruik maakt van de uitgifte van aandelen in het kader van het toegestane kapitaal moet de opheffing of beperking van het voorkeursrecht in het belang van de vennootschap geschieden en verantwoord worden in een omstandig verslag van het bestuur, dat vergezeld wordt van een bevestigend verslag van de commissarisrevisor*139. In dit verband heeft de Bankcommissie in haar Jaarverslag 1986-1987*140 herinnerd aan de daarbij te eerbiedigen beginselen van:

- handelen in het belang van de vennootschap*140a;
- geen misbruik maken van meerderheid;
- geen bevoegdheidsafwending plegen; en
- alle aandeelhouders gelijk behandelen (meer in het bijzonder door de nieuwe aandelen uit te geven tegen een prijs die met de werkelijke waarde overeenstemt).

In hetzelfde jaarverslag is de Commissie naar aanleiding van een aantal aan haar voorgelegde praktijkgevallen nader ingegaan op het 'gebruik van het toegestaan kapitaal en structuur van de controlerende aandeelhouderskring'. De Commissie komt bij het gebruik van het toegestaan kapitaal tot de conclusie*141 dat in elk concreet geval nagegaan dient te worden of de gevolgen op de structuur van de controlerende aandeelhouderskring op geloofwaardige wijze wordt verantwoord in het licht van het belang van de vennootschap. In concreto betekent dit:

- dat de uitgifte van aandelen door inbreng in geld en zonder voorkeursrecht of door inbreng in natura niet enkel in het voordeel mag zijn van de controlerende aandeelhouder of van een nieuwe partner zonder van belang te zijn voor de vennootschap, laat staan strijdig te zijn met het vennootschapsbelang. De voorwaarden van uitgifte moeten daarenboven rekening

138b) Art. 33 bis § 1 en § 2 Venn.W. van de Handelsvennootschappenwet.

139) Art. 34 bis § 3 Venn.W. van de Handelsvennootschappenwet.

140) blz. 64.

140a) Het vennootschapsbelang kan ruim uitgelegd worden.

141) blz. 82.

houden met de belangen van de andere aandeelhouders, in het bijzonder de belangen van het aandeelhouderspubliek*¹⁴²;

- dat indien de uitgifte van aandelen plaatsvindt kort voor een algemene vergadering van aandeelhouders het bestuur des te voorzichtiger en zorgvuldiger moet zijn in de verantwoording van zijn beslissing, vooral wanneer het er niet om gaat zijn voorzorgen te nemen tegenover een eventuele wijziging van de controlerende aandeelhouderskring, maar om de relatieve invloed te verminderen van een aandeelhouder die reeds een belangrijk aandelenpakket heeft verworven. Het risico dat in een dergelijk geval aan het bestuur machtsmisbruik of misbruik van bevoegdheid wordt verweten, wordt dan groter*¹⁴³;
- dat de uitgifte van aandelen niet meer kan worden aanvaard wanneer een (regelmatig) openbaar bod wordt uitgebracht en ook niet wanneer een bod met de uitdrukkelijke of stilzwijgende instemming van het bestuur van de over te nemen vennootschap wordt uitgebracht, maar dit een tegenbod uitlokt dat het bestuur minder gunstig acht*¹⁴⁴. In dit verband verwijst de Commissie in een voetnoot uitdrukkelijk naar Rule 21 van de Engelse 'City Code on Take-overs and Mergers', waarin onder andere bepaald wordt dat uitgifte van aandelen op een dergelijk tijdstip niet is toegestaan*¹⁴⁵.

Voor de uitgifte van converteerbare obligaties en obligaties met warrants gelden indien het voorkeursrecht voor de bestaande aandeelhouders wordt uitgesloten dezelfde regels. Het zijn met name deze instrumenten waarop in het begin van deze paragraaf is gedoeld en die - mede naar aanleiding van de overnamestrijd om de Société Générale de Belgique - thans op ruime schaal door grote Belgische vennootschappen*^{145a} worden toegepast. De volgende drie varianten worden gebruikt*^{145b}:

1. in aandelen converteerbare leningen,
2. converteerbare leningen met warrants, waarbij in sommige gevallen de warrants afzonderlijk verhandelbaar zijn, en
3. in een enkel geval zuivere warrants.

Het conversierecht of de uitoefening van de aan de warrants verbonden rechten kan op verschillende wijzen worden geregeld. Zo is het mogelijk te bepalen dat de rechten uitsluitend kunnen of moeten worden uitgeoefend wanneer er aanwijzingen zouden zijn dat de samenstelling van de controlerende aandeelhouderskring in gevaar is of bij een overnamebod dat niet door het bestuur van de over te nemen vennootschap zou zijn goedgekeurd. Het spreekt voor zich dat deze instrumenten alleen dan als bescherming kunnen werken indien zij bij bevriende relaties worden geplaatst. Toepassing van deze instrumenten als bescherming lijkt aanvaardbaar voor de Bankcommissie.

142) blz. 83.

143) blz. 85.

144) blz. 86.

145) Zie hierover paragraaf VIII.3.3.

145a) Zoals bijv. door Tractebel, Sofina, GB-Inno-BM, Delhaize, UCB, CBR en Solvay.

145b) Zie hierover het Jaarverslag 1987-1988 van de Bankcommissie, blz. 100 e.v.

De rechtsgeldigheid van uitgifte van aandelen heeft ook een belangrijke rol gespeeld in de overnamestrijd om de Société Générale de Belgique. Door de SGB zijn aandelen uitgegeven nadat het bestuur vernomen had dat een openbaar bod zou worden uitgebracht. De Bankcommissie heeft uitmaakt dat SGB nog aandelen kon uitgeven aangezien de Commissie zich op het moment van uitgifte nog niet over de principiële ontvankelijkheid van het openbaar bod had uitgesproken*145c. De voorzitter van de Rechtbank van Koophandel maakte de gevolgen van de kapitaalverhoging voorlopig ongedaan. Het Hof van Beroep te Brussel heeft de kapitaalverhoging weer gedeblokkeerd*145d.

(b) blokkeringsregelingen*146

De beperking van de overdraagbaarheid van aandelen is toegestaan maar de mogelijkheid voor overdracht mag niet uitgesloten worden. In de praktijk zal men bij toepassing van een blokkeringsregeling opteren voor aandelen op naam. Aandelen op naam beperken echter aanzienlijk de verhandelbaarheid van die aandelen.

(c) stemrecht

Op grond van art. 76 van de Vennootschapswet is het stemrecht van iedere aandeelhouder beperkt tot 20% van het totaal aantal stemmen dat op het gehele geplaatste kapitaal kan worden uitgebracht en tot 40% van het aantal stemmen dat op een algemene vergadering van aandeelhouders in totaal kan worden uitgebracht. Deze regeling kan bij aandelen aan toonder op eenvoudige wijze worden ontgaan door gebruik te maken van gecontroleerde vennootschappen en stromannen.

145c) Jaarverslag 1987-1988 van de Bankcommissie, blz. 64.

145d) Zie over deze procedures Raes, S., Geens, K. en Wyckaert, M., Tijdschrift voor rechtspersoon en vennootschap, april-mei 1988, blz. 131 e.v.

146) Zie voor het gebruik van dit middel als bescherming de eerste noot van paragraaf VIII.5.1.

VIII.6. West-DuitslandVIII.6.1. Inleiding

Onvriendelijke overnemingen zijn in West-Duitsland tot nu toe nauwelijks bekend. Wel heeft er een klein aantal, door het bestuur van de over te nemen vennootschap gesteunde overnemingen op grond van een openbaar bod plaatsgevonden, doch daarbij ging het er slechts om de na verkrijging van de meerderheid nog resterende aandelen in bezit te krijgen. In dit verband trokken het bod van August-Thyssen-Hütte AG en van Volkswagenwerk AG aan de aandeelhouders van respectievelijk Rheinstall AG en Audi-NSU AG de aandacht*¹⁴⁷.

Het feit dat onvriendelijke overnemingen in West-Duitsland nauwelijks voorkomen vindt waarschijnlijk zijn oorzaak in de samenloop van een aantal omstandigheden, waaronder:

1. In West-Duitsland is in verhouding tot in de Verenigde Staten van Amerika en Engeland slechts een beperkt aantal vennootschappen ('Aktiengesellschaften') ter beurse genoteerd*¹⁴⁸.
2. Vele van de beursvennootschappen hebben dikwijls één of twee groot-aandeelhouders (families*¹⁴⁹, banken of institutionele beleggers). Met name de West-Duitse banken spelen een belangrijke rol als aandeelhouders van beursvennootschappen*¹⁵⁰, waarvan de grote meerderheid van de aandelen bij een breed publiek is geplaatst.
3. De West-Duitse banken spelen niet alleen als aandeelhouder maar ook als vertegenwoordigers van particuliere aandeelhouders een rol van betekenis. Net als in Nederland geven de particuliere aandeelhouders hun aandelen in bewaring bij een bank. In West-Duitsland wordt daarbij doorgaans tevens een volmacht aan de bank gegeven op grond waarvan de bank bevoegd is het aan de aandelen verbonden stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders uit te oefenen zonder daarbij de identiteit van de aandeelhouder bekend te maken. De bank mag van deze volmacht naar eigen inzicht gebruik maken, tenzij de aandeelhouder haar op grond van verplicht*¹⁵¹ aan hem door de bank verstrekte informatie en stemadvies terzake instructies heeft

147) Otto, H.J., 'Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr', Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Arbeitsrecht, 22 juli 1988.

148) In 1985 waren in West-Duitsland in totaal \pm 460 vennootschappen ter beurse genoteerd. In de Verenigde Staten van Amerika gingen in datzelfde jaar 494 vennootschappen voor het eerst naar de beurs; in Engeland 271 vennootschappen.

149) Zo bezit de familie Quandt \pm 60% van de autofabriek Bayerische Motoren Werke AG.

150) Zie Roth, Terrence, in 'Money power, critics attack role of W. German banks, in politics, industry', The Wall Street Journal, September 28, 1987. De Deutsche Bank bezit bijvoorbeeld een 28 procent belang in Daimler Benz AG.

151) Par. 128 Aktiengesetz.

gegeven. Het gevolg van dit systeem van 'bankvolmachten' (Depotstimmrecht) is dat op veel aandeelhoudersvergaderingen van beursvennootschappen meer dan 50% van de aandelen vertegenwoordigd wordt door banken.

4. Beursvennootschappen hebben een bestuur ('Vorstand') en een raad van commissarissen ('Aufsichtsrat'). De algemene vergadering van aandeelhouders benoemt de leden van de raad van commissarissen, tenzij een medezeggenschapsregeling van kracht is, in welk geval de helft van de leden van de raad van commissarissen benoemd wordt door de werknemers van de vennootschap. De commissarissen benoemen het bestuur. Bij de meeste beursvennootschappen maken bankiers deel uit van de raad van commissarissen*152.

Uit het voorgaande zal duidelijk zijn dat de banken bij beursvennootschappen een grote invloed hebben. Een onvriendelijke overname zal waarschijnlijk ook alleen dan kunnen slagen indien de bieder gesteund wordt door tenminste één invloedrijke bank*153.

Naar aanleiding van de ontwikkelingen in het buitenland (met name de Verenigde Staten van Amerika en Engeland) en de naar internationale maatstaven gemeten onderwaardering van de Duitse aandelen, de grote liquiditeit van veel beursvennootschappen en de lage rentestand is het volgens Otto*154 aannemelijk, dat de Bondsrepubliek in de naaste toekomst te maken zal krijgen met onvriendelijke overnemingen.

VIII.6.2. Wetgeving en andere regelgeving

West-Duitsland kent geen wetten die speciaal betrekking hebben op overnemingen en/of beschermingsmiddelen en -constructies. Het vennootschapsrecht bevat slechts een enkele bepaling, welke in verband daarmee van belang is. Artikel 20, lid 1 van het 'Aktiengesetz' bepaalt bijvoorbeeld, dat de verkrijging van meer dan 25% van de aandelen in een vennootschap aan deze vennootschap moet worden medegedeeld*155. Niet-nakoming van deze verplichting leidt echter slechts tot een verbod op uitoefening van het stemrecht totdat alsnog mededeling is gedaan. Dit brengt met zich

152) Zie Roth, Terrence, t.a.p. De Deutsche Bank is vertegenwoordigd in 39 raden van commissarissen van de 100 grootste vennootschappen.

153) Ook met betrekking tot de financiering zal waarschijnlijk steun nodig zijn. Overnemingen (vriendelijke) plegen tot dusver doorgaans in contanten betaald te worden. Overname tegen uitgifte van waardepapieren van de overnemer is ongebruikelijk, zie Dahm, H. (senior vice president en general manager van de afdeling 'Mergers and Acquisitions van de Westdeutsche Landesbank Girozentrale') in 'Mergers, acquisitions growing in Germany'; The Wall Street Journal, September 28, 1987.

154) Otto, H.J., t.a.p., blz. 3.

155) Vgl. de EG-richtlijn van 12 dec. 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap; zie hierover paragraaf VIII.8.

mee, dat de overnemer op het moment van mededeling meer dan 25% in zijn bezit kan hebben. Bovendien kan de identiteit van de overnemer door van het eerdergenoemde 'Depotstimmrecht' gebruik te maken tot het tijdstip van mededeling onbekend blijven.

Wellicht van meer belang is een beslissing van het Bundesgerichtshof in de zgn. 'Linotype'-zaak^{*156} op grond waarvan een overnemer verplicht is aandeelhouders krachtens de tussen hen bestaande 'Treuepflicht' gelijk te behandelen en bijvoorbeeld alle aandeelhouders te laten profiteren van de verhoging van een openbaar bod.

Voorts zijn er sinds januari 1979 de zgn. 'Leitsätze Übernahmeangebote'^{*157}, welke door een commissie van deskundigen op het gebied van de aandelenhandel zijn opgesteld en ten deze vergelijkbaar zijn met ons SER-besluit Fusiegedragsregels 1975 en de Engelse 'City Code on Takeovers and Mergers'. Deze regels, die niet zozeer een bescherming tegen onvriendelijke overnemingen, maar gelijke behandeling van alle aandeelhouders beogen te bereiken, hebben geen rechtskracht en kennen ook geen sancties. Hoewel de regels tot nog toe nagekomen worden, kan betwijfeld worden of dit in de toekomst in geval van een harde confrontatie tussen overnemer en over te nemen vennootschap ook het geval zal zijn^{*158}.

Daarnaast kent West-Duitsland een kartelwetgeving 'Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen' (GWB), die ook van toepassing is op overnemingen. Het 'Bundeskartellamt' heeft de bevoegdheid overnemingen te verbieden. Overnemingen van een bepaalde soort of omvang moeten bij het 'Bundeskartellamt' worden aangemeld, en mogen alleen worden uitgevoerd indien deze niet door het 'Bundeskartellamt' worden verboden^{*159}. De kartelwetgeving is niet van toepassing op banken^{*160}.

VIII.6.3. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

VIII.6.3.1. Statutaire beschermingsmiddelen

156) Vgl. BGH van 1 febr. 1988 (11 ZR 75/87) DB 1988, 593 ff 595.

157) Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten (LS Übernahmeangebote) vom Januar 1979.

158) Otto, H.J., t.a.p., blz. 5.

159) Voor een uitgebreide beschrijving van de werking van de GWB zie: Merger Control in the EEC, blz. 51 e.v.

160) Par. 102 GWB. Er is een voorstel van het ministerie van Economische zaken deze uitzondering te schrappen. Voorts is er een advies van een regeringscommissie op kartelgebied het belang dat banken in andere vennootschappen mogen bezitten te beperken tot 5 procent, alsmede het aantal outside-bestuursfuncties van bankfunktionarissen te limiteren. Zie Roth, Terence, t.a.p.

- (a) uitgifte van aandelen met uitsluiting van het voorkeursrecht
In uitspraken van het 'Bundesgerichtshof' van 1978^{*161} en 1982^{*162} heeft het 'Bundesgerichtshof' strenge voorwaarden op dit punt gesteld. Op het moment, dat het besluit tot uitgifte wordt genomen, moeten er concrete ontwikkelingen zijn aan te wijzen op grond waarvan een dergelijke inbreuk op de rechten van aandeelhouders is toegestaan. Daartoe is zeker niet voldoende de enkele mogelijkheid van een toekomstige overnamepoging.

Belangrijker is echter, dat een tegen de wil van het bestuur plaatsvindende overname niet tot een werkelijke, juridisch relevante schade voor de vennootschap kan leiden. Zelfs in het geval, dat de onderneming niet op enigerlei wijze in de overnemende onderneming wordt geïntegreerd maar wordt geliquideerd, is er geen dreigende schade voor de vennootschap. Het liquidatiebesluit is op zich niet aanvechtbaar; het is naar zijn aard gerechtvaardigd, zoals het 'Bundesgerichtshof' in zijn eerdergenoemde 'Linotype'-uitspraak van begin 1988 nog eens heeft bevestigd.

Om dezelfde redenen wordt een besluit tot uitgifte van converteerbare obligaties en warrants aan bevriende relaties met uitsluiting van het voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders slechts in uitzonderlijke gevallen toelaatbaar geacht^{*163}.

- (b) 'Vinkulierung'
Krachtens artikel 68 lid 2 'Aktiengesetz' heeft een vennootschap de mogelijkheid alle of een deel van haar aandelen op naam te stellen en de overdracht daarvan statutair te onderwerpen aan de goedkeuring van het bestuur^{*164}. Door de uitgifte van dergelijke aandelen kan de vennootschap controle uitoefenen op de samenstelling van haar aandeelhoudersbestand.

Dit beschermingsmiddel sorteert echter alleen effect bij de uitgifte van de aandelen. 'Vinkulierung' in een later stadium en ook bij een kapitaalsuitbreiding is slechts mogelijk met toestemming van alle aandeelhouders. Voorts is een wezenlijk nadeel van de 'Vinkulierung' van aandelen van beursvennootschappen, dat artikel 68 'Aktiengesetz' slechts de zakenrechtelijke overdracht kan verhinderen. De over te nemen vennootschap kan door 'Vinkulierung' niet tegengaan, dat haar

161) BGH van 13 maart 1978 (11 ZR 142/76), AG 1978, 196 ff - DB 1978, 974 ff 'Kali und Salz'.

162) BGH van 19 april 1982 (11 ZR 55/81), AG 1982, 252 ff - DB 1982, 1313 ff 'Kolzmann'.

163) Otto, H.J., t.a.p., blz. 9.

164) Alhoewel door de opnaamstelling de verhandelbaarheid wordt beperkt, komen aandelen op naam vooral voor bij verzekeringsmaatschappijen. Ook het Axel Springer Uitgeversconcern heeft bij introductie ter beurse in 1986 aandelen op naam uitgegeven. Voor Nederland zie paragraaf IV.2.2.

aandeelhouders met een overnemer bijvoorbeeld via het gebruik van het Depotstimmrecht van een bank afspraken maken met betrekking tot de uitoefening van hun stemrecht. Met name om deze reden kan 'Vinkulierung' voor beursvennootschappen niet als een effectieve bescherming tegen een overval of een onvriendelijke overname worden beschouwd.

(c) verkrijging van eigen aandelen

De verkrijging van eigen aandelen is in West-Duitsland slechts in beperkte mate toegestaan en komt als beschermingsmiddel tegen onvriendelijke overname nauwelijks in aanmerking.

In artikel 71, lid 1, 'Aktiengesetz' wordt een limitatief aantal, niet veel voorkomende gevallen opgesomd, waarin verkrijging van eigen aandelen is toegestaan. Vermeldenswaard is, dat de vennootschap onder meer tot inkoop van eigen aandelen kan overgaan, indien de inkoop noodzakelijk is om ernstige schade voor de vennootschap te voorkomen. Zoals het 'Bundesfinanzhof' in een uitspraak van 16 februari 1977*¹⁶⁵ heeft bevestigd, kan een dergelijk gevaar echter niet snel bij een verwerving van aandelen door derden met het oog op een onvriendelijke overname aanwezig worden geacht. Aankoop van aandelen door derden in verband met een overname kan immers slechts als een bedreiging van andere aandeelhouders en niet zozeer van de vennootschap zelf worden beschouwd. Een verandering in de zeggenschapsverhoudingen kan niet de juridisch vereiste basis voor de inkoop van eigen aandelen opleveren, omdat een wisselend aandeelhoudersbestand nu juist één van de kenmerken van de vennootschap als rechtspersoon is.

Overigens valt uit de beslissing van het 'Bundesfinanzhof' niet af te leiden of inkoop van eigen aandelen wel is toegestaan in het extreme geval, dat een concurrente onderneming er door verwerving van de meerderheid van de aandelen op uit is de liquidatie van de vennootschap te bewerkstelligen*¹⁶⁶.

(d) stemrecht

Krachtens artikel 12 lid 2 'Aktiengesetz' is het niet toegestaan een meervoudig stemrecht toe te kennen. Op deze regel bestaan twee uitzonderingen. In de eerste plaats zijn de meervoudige stemrechten, welke voor de invoering van het 'Aktiengesetz' in 1965 waren toegekend, van kracht gebleven*¹⁶⁷. In de tweede plaats heeft de minister van economische zaken van de deelstaat, waarin de vennootschap is gevestigd, krachtens artikel 12 lid 2 'Aktiengesetz', het recht toekenning van meervoudige stemrechten toe te staan, indien hij dit in het algemeen belang noodzakelijk acht.

165) BFH van 16 febr. 1977 (IR 163/75). DB 1977, S. 1170 - AG 1977, 230 f.

166) Otto, H.J., t.a.p., blz. 8.

167) Dit komt voor bij enkele openbare nutsbedrijven.

Op grond van artikel 134 lid 1 'Aktiengesetz' is het mogelijk het stemrecht te beperken. Dit kan door het stemrecht statutair tot maximumbedragen, bijvoorbeeld tot 5% van het geplaatste kapitaal, te begrenzen ('Höchststimmrecht'). Het 'Bundesgerichtshof' heeft in een uitspraak van 1977^{*168} zelfs toegestaan, dat een stemrechtbeperking na uitgifte van de aandelen alsnog wordt ingevoerd. In de literatuur is van verschillende kanten op de nadelen van stemrechtbeperking gewezen^{*169}:

- Hoewel statutair de mogelijkheid bestaat bezit van aandelen door een groep van 'Treuhänder' gelijk te stellen met bezit door de in feite rechthebbende aandeelhouder, is de controle op aandelenbezit, met name bij buitenlandse aandeelhouders, vanwege het 'Depotstimmrecht' een groot praktisch probleem;
- Waar het bij concerns wel mogelijk is het aandelenbezit van dochtermaatschappijen van het concern bij elkaar op te tellen, bestaat deze mogelijkheid niet ingeval van een aandeelhouder, die aandelen heeft verworven via verschillende door hem gecontroleerde vennootschappen;
- Het blijft toegestaan om 'Stimmrechtskonsortien' te vormen; dit maakt het mogelijk met verschillende vennootschappen, die tezamen aandelen bezitten boven het bedrag, waarbij de stemrechtbeperking van kracht wordt, afspraken over de uitoefening van het stemrecht te maken, zonder dat de stemrechtbeperking effect heeft;
- Wanneer een aandeelhouder 25,1% van de aandelen heeft verworven, kan hij elk besluit van de aandeelhoudersvergadering, waarvoor naast een gewone meerderheid van stemmen een meerderheid van ten minste 75% van het kapitaal is vereist, blokkeren. De stemrechtbeperking werkt in dat geval dus niet.

Tenslotte zij gewezen op een probleem, dat indien een aandeelhouder ondanks de stemrechtbeperking 75% of meer van het kapitaal verwerft, de vraag rijst of een beroep van de resterende aandeelhouders op de stemrechtbeperking nog te verenigen is met het principe van de tussen aandeelhouders bestaande 'Treuepflicht'^{*170}.

VIII.6.3.2. Buiten-statutaire beschermingsconstructies

wederzijdse deelnemingen

Met betrekking tot wederzijdse deelnemingen is artikel 71 lid 2 'Aktiengesetz' van belang. Op grond van dit artikel wordt de aankoop door vennootschap B van aandelen in vennootschap A, welke vennootschap de controle (> 50%) over de vennootschap B heeft, als inkoop van eigen aandelen beschouwd en geldt dat er maximaal 10% van de aandelen verworven mag worden. Dit verbod kan echter omzeild worden, omdat schending van dit arti-

168) BGH van 19 dec. 1977 (11 ZR 136/76), BGHZ 70, 117 ff, DB 1978. S.244.

169) Otto, H.J., t.a.p., blz. 7.

170) Otto, H.J., t.a.p., blz. 7/8.

kel slechts verbintenisrechtelijk en geen zakenrechtelijk gevolg kan hebben. Voor de verbintenisrechtelijke gevolgen hoeft vennootschap B niet te vrezen, omdat zij de aandelen A doorgaans voor een aantrekkelijke prijs van derden zal hebben overgenomen en deze derden doorgaans geen behoefte aan het terugdraaien van de transactie zullen hebben. Wanneer zij daarvan afzien, kunnen de aandelen vervolgens in bevriende handen worden geplaatst.

Indien er geen sprake is van controle ($< 50\%$) van de ene over de andere vennootschap, maar de vennootschappen minstens 25% van elkaars aandelen bezitten, is artikel 71 lid 2 'Aktiengesetz' niet toepasselijk. Bij een verhouding van bijvoorbeeld A:B= $50\%:25\%$ heeft vennootschap A als houder van 50% van de aandelen B in feite $12,5\%$ van haar eigen aandelen in bezit. Indien de aandelen A overigens over een groot aantal aandeelhouders verspreid zijn, betekent dit dat vennootschap A op deze wijze een redelijk groot belang in zichzelf kan verwerven.

VIII.7. Zwitserland

VIII.7.1. Inleiding

Evenals in West-Duitsland komen onvriendelijke overnemingen in Zwitserland nauwelijks voor.

Er zijn ook geen speciale wetten of andere regelingen met betrekking tot overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies. Wel bestaat de mogelijkheid een fusie te verwijzen naar de 'Cartel Commission'.

De redenen waarom dit alles zo is, zijn, zoals wij in de volgende paragrafen zullen zien, gelegen in het feit dat de Zwitserse vennootschapswetgeving de mogelijkheid voor een vennootschap van vergaande bescherming toelaat.

VIII.7.2. Beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

VIII.7.2.1. Statutaire beschermingsmiddelen

(a) 'Vinkulierung'^{*171}

Aandelen op naam kunnen onderworpen worden aan beperkende bepalingen^{*172}. Zowel wat betreft het houderschap (Zwitserse nationaliteit of ingezetenschap), het aantal aandelen dat door een en dezelfde aandeelhouder gehouden mag worden^{*173}, de overdraagbaarheid (doorgaans goedkeuring van het bestuur^{*174}), als de vrijheid voor het bestuur van een vennootschap om de inschrijving van een aandeelhouder in het aandelen-

171) Meier-Hayoz, A - Von der Crone, H.C., Wertpapiere, paragraaf 225 e.v.

172) Een aantal van de beperkende bepalingen wordt ook in Zwitserland sterk bekritiseerd, o.a. door de centrale bank van Zwitserland en het bestuur van de effectenbeurs te Zurich; zie hierover NRC Handelsblad 3 juni 1988; The Wall Street Journal, June 3, 1988.

173) De twee grootste farmaceutische vennootschappen van Zwitserland, Ciba-Geigy AG en Sandoz AG, hebben in mei 1988 het aantal aandelen dat een en dezelfde ingezetene van Zwitserland of een Zwitserse vennootschap mag houden verlaagd van 5 tot 2 procent van het totaal aantal geplaatste 'vinkuliete Namenaktien'. Deze verdere bescherming werd ingevoerd op nagenoeg hetzelfde tijdstip dat de twee grootste Zwitserse zoetwarenfabrikanten, Nestlé SA en Jacobs Suchard AG, bezig waren, dan wel voornemens waren, onvriendelijke overnamebiedingen te doen op de Engelse vennootschap Rowntree plc. Van vele zijden is kritiek geuit op de afwezigheid van reciprociteit in Engeland en Zwitserland ten aanzien van de mogelijkheid van overname van vennootschappen; The Wall Street Journal, May 11, 1988; Financial Times, May 12, 1988.

174) Door de Denner Groep, die in 1986 een 'mislukte' poging heeft gedaan een concurrerende groep (Usego Trimerco (UT)) over te nemen (UT weigerde de aandelen in het aandelenregister in te schrijven van een aantal personen waarvan UT de indruk had gekregen dat zij namens de Denner Groep of diens eigenaar optraden) is voorgesteld een referendum omtrent de toelaatbaarheid van deze bepaling in het kanton Zürich te houden. Denner stelt (Vervolg voetnoot op volgende p.)

register te weigeren^{*175}. Door het opnemen van een of meer van deze beperkende bepalingen kan een vennootschap bereiken dat alleen haar wel-gevallige personen aandeelhouder van de vennootschap worden. Het merendeel van de beursvennootschappen heeft een of meer van deze beperkende bepalingen in haar statuten opgenomen. De mogelijkheid om inschrijving in het aandeelhoudersregister te weigeren wordt het meest gebruikt^{*176}. Deze weigering kan in beginsel geschieden zonder opgave van redenen^{*177}. De Zwitserse banken zijn overeengekomen niet mee te werken aan aandelenoverdrachten indien aannemelijk is dat de verkrijger geen in het aandelenregister ingeschreven aandeelhouder kan worden.

(b) stemrecht

Het is toegestaan verschillende soorten aandelen uit te geven met een verschillende nominale waarde, die toch hetzelfde stemrecht hebben. Hiermede kan bereikt worden dat met een minderheidsdeelneming de meerderheid van de zeggenschap wordt uitgeoefend.

Het is ook mogelijk het stemrecht van een aandeelhouder te beperken tot een bepaald aantal aandelen.

(c) 'Partizipationsscheine'

'Partizipationsscheine' zijn in feite winstbewijzen ('Genussscheine')^{*178}. Zij hebben recht op een deel van de winst, en/of het liquidatiesaldo en/of een voorkeursrecht bij uitgifte van

(Vervolg voetnoot van vorige pagina)

voor alleen die vennootschap op de beurs van Zurich toe te laten waarvan de overdracht van aandelen niet onderworpen is aan goedkeuring; zie ook het slot van deze paragraaf; het bestuur van de effectenbeurs te Zurich overweegt aandelen die onderworpen zijn aan beperkende bepalingen afzonderlijk te noteren; The Wall Street Journal, June 3, 1988.

175) Door een commissie in het parlement is voorgesteld de mogelijkheid van het opnemen van een dergelijke bepaling te schrappen.

176) Deze bepaling komt o.a. voor in de statuten van Nestlé AG. Op grond van deze bepaling heeft Nestlé tot voor kort geweigerd niet-ingezetenen van Zwitserland in te schrijven in het register van aandelen op naam. In november 1988 heeft Nestlé echter deze gedragslijn gewijzigd in die zin dat thans ook niet-ingezetenen worden ingeschreven indien zij niet meer dan 3% van het totaal van de aandelen op naam bezitten, Neue Zürcher Zeitung, 18, 22 en 24 nov. 1988; FD 19 nov. 1988. Deze beleidswijziging van Nestlé heeft in Zwitserland aanleiding gegeven tot veel kritiek, o.a. van Sandoz AG, Neue Zürcher Zeitung, 18/19 nov. 1988. Onduidelijk is of andere vennootschappen het voorbeeld van Nestlé zullen volgen.

177) Art. 686 abs. 2 OR.

178) Hoffmann, Christoph, Der Partizipationsschein oder die stimmrechtslose Aktie, ein Beitrag zur geplanten Teilrevision des Schweizerischen Aktienrechtes unter Berücksichtigung des englischen, französischen, deutschen und europäischen Rechtes', prft Zürich 1976, blz. 86.

aandelen^{*179}, doch hebben geen stemrecht. De aan de 'Partizipations-scheine' toe te kennen rechten - waarbij vele varianten mogelijk zijn - worden vastgelegd in de statuten. Anders dan bij winstbewijzen doorgaans het geval zal zijn, kan uitgifte van 'Partizipationsscheine' ook plaatsvinden tegen storting in contanten. Dit opent voor een vennootschap de mogelijkheid kapitaal aan te trekken zonder wijziging te brengen in de bestaande machtsverhoudingen. De wet bevat geen voorschriften omtrent het mogelijk uit te geven aantal 'Partizipationsscheine', doch de Zwitserse beurs heeft het maximum aantal gesteld op 20 procent van het geplaatste kapitaal. Vele Zwitserse (beurs)vennootschappen hebben gebruik gemaakt van de mogelijkheid 'Partizipationsscheine' uit te geven^{*180}.

Bij toepassing van een combinatie van deze beschermingsmiddelen wordt het bijzonder moeilijk, zo niet onmogelijk, een vennootschap tegen de zin van het zittende bestuur over te nemen^{*181}.

VIII.7.2.2. Buiten-statutaire beschermingsconstructies

certificering

Alhoewel de Nederlandse rechtsfiguur van certificering geen gemeengoed is, komt een soortgelijke constructie wel voor bij buitenlandse vennootschappen waarvan aandelen op Zwitserse beurzen zijn genoteerd, alsmede bij sommige aandelen in Zwitserse vennootschappen waarvan de waarde voor de verhandelbaarheid te hoog is geworden^{*182}. In het laatstgenoemde geval is een houder van het aantal certificaten dat een aandeel uitmaakt, gerechtigd, tegen afgifte van de certificaten het aandeel te verkrijgen, zodat dit voor de vennootschap geen enkele bescherming geeft.

179) Het is ook mogelijk statutair te bepalen dat er een voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe 'Partizipationsscheine' bestaat.

180) Voor Nederland vgl. statutenwijziging KLM in 1987, waarbij in de statuten een bepaling werd opgenomen met betrekking tot de mogelijkheid van uitgifte van participatiebewijzen, welke grote gelijkenis vertonen met deze Zwitserse 'Partizipationsscheine'; zie paragraaf IV.1.8.3.

181) Illustratief in dit verband is het opschrift van een artikel in de Financial Times van 29 september 1987 'No panic at Hoffmann-La Roche', naar aanleiding van een substantiële deelname in het stemgerechtigde kapitaal van deze vennootschap door een Amerikaanse vennootschap en de mededeling van laatstgenoemde vennootschap dat deze een farmaceutisch bedrijf wil gaan overnemen. Aangenomen wordt, aldus het artikel, dat de meerderheid van de stemgerechtigde aandelen zich in bevriende handen bevinden; zie ook The Wall Street Journal September 23, 1987; Een ander voorbeeld is de Denner Groep die meer dan 50 procent van het geplaatste kapitaal van Usego Trimerco (UT) houdt, doch die niet in staat is het aan deze aandelen verbonden stemrecht uit te oefenen, aangezien het bestuur van UT weigert de aandelen in het aandelenregister in te schrijven; zie hierover paragraaf VIII.7.2.1.(a).

182) De minimum nominale waarde van aandelen bedraagt 100 Zwitserse franken.

VIII.8. Conclusies en ontwikkeling in EG-verband

Onvriendelijke overnemingen zijn in de V.S. en Engeland een veelvoorkomend verschijnsel. In Duitsland en Zwitserland komen zij nauwelijks voor.

De V.S. kent federale wetgeving op het gebied van (onvriendelijke) overnemingen. Deze federale wetgeving heeft tot dusver vooral ten doel enerzijds om aandeelhouders goede voorlichting en tijd te geven een bod te bestuderen en anderzijds de overheid in de gelegenheid te stellen onderzoek te doen naar eventuele strijdigheid met antitrust wetgeving. Er is een wetsvoorstel dat beoogt het gehele proces van overnemingen doorzichtiger en beter controleerbaar te maken. Daarnaast zijn er 'state laws' en door de SEC opgestelde regels. De regelgeving van de SEC heeft behalve op de te volgen procedure en tijdschema's slechts in beperkte mate betrekking op de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies. Vele van de 'state laws' staan niet onwelwillend tegenover het toepassen door 'boards' van beschermingsmiddelen en -constructies welke de 'boards' in het belang van de vennootschap achten ('business judgement rule'). Het gevolg van een en ander is dat de praktijk een groot aantal beschermingsmiddelen en -constructies heeft ontwikkeld, welke vooral gebruikt worden ter afwering van een 'two-tier acquisition'.

Engeland heeft geen speciale wetgeving welke gericht is op (onvriendelijke) overnemingen, doch wel een netwerk van regels, waaronder de 'City Code on Take-overs and Mergers', welke tot op zekere hoogte vergelijkbaar is met het Nederlandse S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975. De 'principles, rules and guidance notes' van de 'City Code' bestrijken niet alleen de procedurele kant van een overname bod, maar bevatten ook een aantal zeer effectieve regels, welke bij een bod in acht genomen moeten worden, alsmede stringente bepalingen omtrent de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies. Het algemeen gevoelen in Engeland is dat ook onvriendelijke overnemingen mogelijk moeten zijn. Dientengevolge heeft in de praktijk tot dusver nauwelijks behoefte bestaan aan het ontwikkelen - behalve van een aantal 'commercial strategies' - van andere niet door de 'City Code' bestreken beschermingsmiddelen en -constructies, zoals in de V.S.

De ontwikkeling en toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies heeft in de V.S. een grote vlucht genomen. Zozeer zelfs dat de SEC voor toepassing van enkele daarvan ('two-tier acquisitions' en 'golden parachutes') nadere regels heeft vastgesteld, voor andere ('poison pills') inlichtingen inwint bij belanghebbenden, dan wel overweegt regels te geven ('dual classes of stock'). Ook op federaal niveau zijn er voorstellen gedaan om de toepassing van enkele beschermingsmiddelen en -constructies aan banden te leggen, doch de regering heeft zich hiertegen tot op heden verzet.

In Engeland valt een ten dele tegengestelde tendens waar te nemen. Er ontstaat meer verzet tegen onvriendelijke overnemingen. Indien deze tendens doorzet zal de vraag naar beschermingsmiddelen en -constructies waarschijnlijk groter en de toepassing - voorzover door de City Code toegestaan - acceptabeler worden. In dat geval zal het gebruik van bescher-

mingsmiddelen en -constructies in de V.S. en Engeland mogelijk dichter bij elkaar komen te liggen. De belangrijkste verschillen tussen beide landen op dit punt kunnen thans als volgt worden samengevat:

1. In Engeland staat de City Code niet toe dat tijdens een bod bepaalde beschermingsmaatregelen worden genomen (rule 21). De regelgeving in de Verenigde Staten kent een dergelijk verbod niet;
2. Op grond van de bepalingen van het Engelse vennootschapsrecht mag het bestuur geen handelingen verrichten 'on an improper motive'*183. Het is niet van belang wie de aandeelhouders zijn; het bestuur mag de ene aandeelhouder niet uitspelen tegen de ander. In het Amerikaanse vennootschapsrecht staat de rol van het bestuur als 'fiduciaries' centraal. Het bestuur heeft twee plichten 'due care' en 'loyalty'. De rechter is in beginsel alleen bereid in te grijpen in bijzondere omstandigheden.

West-Duitsland en Zwitserland hebben evenmin als Engeland speciale wetgeving welke gericht is op (onvriendelijke) overnemingen. Wel kent West-Duitsland de 'LS Übernahmeangebote', welke ten dele vergelijkbaar zijn met het Nederlandse S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 en de Engelse 'City Code', doch deze beogen in hoofdzaak te bereiken dat de bieder alle aandeelhouders op gelijke wijze behandelt. Aangezien onvriendelijke overnemingen in Duitsland en Zwitserland bij uitzondering voorkomen is er tot dusver in de praktijk ook nauwelijks behoefte geweest aan het ontwikkelen van beschermingsmiddelen en -constructies of anders gezegd de vennootschappen zijn door de bestaande regelingen en structuren zodanig beveiligd dat nauwelijks onvriendelijke overnemingen voorkomen.

In Frankrijk staan (onvriendelijke) openbare biedingen eerst sinds kort in de belangstelling, terwijl in België tot 1987 onvriendelijke overnemingen nauwelijks voorkwamen. In beide landen spelen houdstermaatschappijen en families een belangrijke rol bij het aandelenbezit van grote ondernemingen. Beide landen kennen op dit moment geen wetten die speciaal betrekking hebben op overnemingen, beschermingsmiddelen en -constructies. De belangrijkste regelgeving op dit gebied is in Frankrijk afkomstig van de 'Commission des Operations de Bourse' en in België van de Bankcommissie. De mogelijkheden om een vennootschap tegen onvriendelijke overnemingen door middel van statutaire beschermingsmiddelen te beschermen zijn in beide landen beperkt. Naar aanleiding van enkele geruchtmakende overnemingen zijn in beide landen thans voorstellen gedaan voor nieuwe regelgeving, waarbij men vennootschappen een betere uitgangspositie wil verschaffen bij de verdediging tegen onvriendelijke overnemingen.

De belangrijkste Nederlandse beschermingsmiddelen, zoals preferente beschermingsaandelen en de X%-regeling*184 komen in de besproken landen nauwelijks voor. In de Verenigde Staten van Amerika worden wel preferente

183) Hogg v Crampton Ltd. (1967) Ch 254, (1966) 3 All ER 420 (Chancery Division); Bamford v Bamford (1970) Ch 212, (1969) 1 All ER 969 (Court of Appeal); Howard Smith Ltd v Amopol Petroleum Ltd (1974) AC 821, (1974) 1 All ER 1126 (Privy Council).

184) Voor prioriteitsaandelen zie het door Cremers, blz. 102 e.v. gegeven overzicht.

aandelen gebruikt onder andere bij de 'poison pill'-constructies, doch in hoofdzaak met een ander doel (converteerbaar in aandelen van de over te nemen of de overnemende vennootschap) dan waarvoor in Nederland preferente beschermingsaandelen worden gebruikt (creëren van stemrecht). Beperking van het aandelenbezit komt voor in Zwitserland, doch om een andere reden (wering van niet-ingezetenen als aandeelhouder) dan in Nederland (beperking van invloed in de algemene vergadering van aandeelhouders). In de Verenigde Staten van Amerika, West-Duitsland, Frankrijk, België en Zwitserland komen in een of andere vorm stemrechtbeperkingen of regelingen met een afwijkend stemrecht voor. In de besproken landen komen echter ook beschermingsmiddelen en -constructies voor die in Nederland minder bekend zijn, zoals bijvoorbeeld de 'poison-pill'-constructie en de 'leveraged recapitalization' in de Verenigde Staten van Amerika, de 'noyaux durs' en de 'société en commandite par actions' in Frankrijk, de 'Vinkulierung' van aandelen in West-Duitsland en Zwitserland, en de aandelen met dubbel stemrecht in Frankrijk, aandelen zonder stemrecht in Frankrijk en de de Verenigde Staten van Amerika en de aandelen met verschillend stemrecht in Zwitserland, waar men dan bovendien nog 'Partizipationsscheine' kent. Deze beschermingsmiddelen en -constructies zijn echter veelal ingebed zowel in het ondernemingsklimaat als in een systeem van vennootschapsrecht en overige regelgeving van het betreffende land. Dit maakt een goede vergelijking met de situatie in Nederland moeilijk, zo niet onmogelijk. Om deze reden is dan ook afgezien van het maken van vergelijkingen, ook tussen de in de verschillende landen gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies die ogenschijnlijk hetzelfde gebied bestrijken.

In EG-verband zijn er drie (toekomstige) regelingen welke voor ons onderwerp van belang zijn, te weten één voorstel voor een verordening, een richtlijn en één voorstel voor een richtlijn. Deze regelingen zijn de volgende:

1. Gewijzigd voorstel van de Europese Commissie van 30 november 1988 voor een verordening van de Raad betreffende de controle op concentraties van ondernemingen (Concentratie-verordening).

Een eerste voorstel voor deze concentratie-verordening werd reeds gepubliceerd in 1973. Het voorstel werd vervolgens een aantal malen gewijzigd. Het laatste voorstel is in januari 1989 gepubliceerd^{*185}. De verordening moet de Commissie een basis geven voor een slagvaardig beleid op het gebied van fusies en overnames (concentraties). Het ontwerp bevat derhalve de principes die de Commissie bij dit beleid wil toepassen. Belangrijk is dat het ontwerp een onderscheid maakt tussen concentraties die wel en die welke niet van 'communautaire betekenis' zijn. Concentraties die geen communautaire betekenis hebben blijven onderworpen aan het nationale recht.

Het ontwerp bepaalt dat een concentratie communautaire betekenis heeft wanneer:

a. de totale omzet die over de gehele wereld door alle betrokken ondernemingen is behaald, meer dan een miljard ECU, en

185) Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen, Nr. C 22 van 28.1.89, blz. 14.

b. de totale omzet die, elk afzonderlijk, in de Gemeenschap door ten minste twee der betrokken ondernemingen is behaald, meer dan honderd miljoen ECU bedraagt,

tenzij elk van de betrokken ondernemingen meer dan drie vierde van haar totale omzet binnen de Gemeenschap in een zelfde Lid-Staat behaalt (art. 2 lid 1).

Concentraties van communautaire betekenis moeten voor hun totstandkoming bij de Commissie worden aangemeld 'om het even of zij al dan niet het voorwerp van een overeenkomst uitmaken' (art. 4 lid 1). De commissie heeft één maand de tijd om te onderzoeken of een aangemelde concentratie valt c.q. lijkt te vallen onder het verbod van de verordening (art 6 lid 3), met andere woorden of aanleiding bestaat om een procedure in te leiden. Leidt de Commissie een procedure in, dan heeft zij vier maanden de tijd voor een inhoudelijk onderzoek. Binnen die periode moet een Beschikking worden genomen (art. 9 lid 2).

Zolang de periode van één maand niet is verstreken, mogen ondernemingen hun voornemen tot een concentratie niet ten uitvoer leggen, tenzij de Commissie eerder het groene licht geeft. Ingeval een procedure is ingeleid kan de Commissie de schorsing van de totstandbrenging van de concentratie verlengen (art. 7 leden 1 en 2).

De concentratie-verordening kan als een bescherming werken voor grote ondernemingen tegen een overval of onvriendelijke overname van andere grote ondernemingen. Immers, indien een dergelijke concentratie van 'communautaire betekenis' zou zijn, dient zij te worden aangemeld. De onderneming die dreigt te worden overgenomen kan het uitstel dat deze aanmelding met zich brengt, aangrijpen om een andere partner ('white knight') te zoeken, waarmee een concentratie tot stand wordt gebracht die niet onder het toepassingsbereik van de verordening valt. De potentiële overnemer kan hiertegen niets doen.

De algemene verwachting is dat de concentratie-verordening in de tweede helft van 1989 kracht van wet zal krijgen. Engeland, West-Duitsland en Frankrijk - die ieder een vrij strikte kartelwetgeving kennen - hebben nog wel enige bezwaren tegen het uit handen geven van hun bevoegdheden op het gebied van concentraties, doch ook deze Lid-Staten hebben hun principiële bezwaren inmiddels laten vallen^{*186}.

De Commissie heeft aangekondigd dat, indien over de inhoud en de invoe-ring van de verordening op korte termijn geen overeenstemming kan worden bereikt, zij concentraties zal gaan beoordelen aan de hand van de artikelen 85 en 86 EEG-Verdrag en de ervaring die zij met de toepassing van de artikelen op concentraties inmiddels heeft opgedaan. In de literatuur bestaat echter enige verdeeldheid over de vraag of, en zo ja, in hoeverre de Commissie hiertoe gerechtigd is^{*187}.

186) FD 23 dec. 1988.

187) Zie hierover meer in het bijzonder Merger Control in the EEC, blz. 221 e.v. en Braakman, A.J., Europees kartelrecht als strijdmiddel bij overnames, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 854 e.v.

2. Richtlijn van de Raad betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap (Richtlijn melding deelnemingen)*¹⁸⁸.

De richtlijn melding deelnemingen heeft betrekking op een persoon (een natuurlijk persoon dan wel een publiekrechtelijk of privaatrechtelijk juridisch lichaam) die een belangrijke deelneming verwerft of overdraagt in het kapitaal van een vennootschap die is onderworpen aan het recht van een Lid-Staat en waarvan de aandelen op de beurs van een Lid-Staat zijn genoteerd, indien die verwerving of overdracht een belangrijke wijziging met zich meebrengt in de verdeling van de stemrechten in die vennootschap (art. 1 lid 1). Wanneer deze persoon een deelneming verwerft of overdraagt, en ten gevolge van deze verwerving of deze overdracht het door deze persoon gehouden percentage van de stemrechten de drempelwaarden 10%, 20%, 1/3, 50% en 2/3 bereikt of overschrijdt dan wel onderschrijdt, moet deze persoon onder andere de betreffende vennootschap binnen zeven kalenderdagen in kennis stellen van het percentage van de stemrechten dat deze persoon na de verwerving of overdracht bezit (art. 4 lid 1). De vennootschap die genoemde kennisgeving heeft ontvangen, moet op haar beurt het publiek zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk negen kalenderdagen na ontvangst van de kennisgeving daarvan mededeling doen (art. 10 lid 1). De richtlijn bevat een bepaling die moet voorkomen dat de meldingsplicht wordt ontdoken door de inschakeling van gecontroleerde vennootschappen of stromannen (art. 7). De richtlijn zal ook gaan gelden voor reeds bestaande deelnemingen. Personen die na omzetting van de richtlijn in het nationale recht beschikken over een percentage dat de laagste drempelwaarde van 10% overschrijdt, moeten dit percentage bekendmaken aan de vennootschap die op haar beurt deze informatie moet doorgeven aan het publiek. De richtlijn schrijft voor dat de Lid-Staten passende sancties dienen vast te stellen voor het geval de bepalingen van de richtlijn niet in acht worden genomen (art. 15) en dat de Lid-Staten voor 1 januari 1991 maatregelen*¹⁸⁹ dienen te treffen om aan de richtlijn te voldoen.

Zoals uit de vorige paragrafen is gebleken, kent een aantal EG-landen (Engeland, West-Duitsland en Frankrijk) reeds een meldingsplicht van groot-aandeelhouders. In Nederland bestaat nog geen meldingsplicht, behoudens de verplichting welke de noteringsovereenkomst aan een genoteerde vennootschap oplegt om, zodra haar bekend is dat een aandeelhouder 20% of meer van haar geplaatste kapitaal bezit, hiervan mededeling te doen*¹⁹⁰.

188) Richtlijn van 12 december 1988, 88/627 EEG, Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen Nr. L 348 van 17.12.88, blz. 62.

189) Door de Commissie Vennootschapsrecht is een advies uitgebracht over het nader gewijzigde voorstel voor de richtlijn van 15 dec. 1987.

190) Zie De Hoop Scheffer, J.G.N., Rechtspersonen, Effectenverkeer, Model Noteringsovereenkomst aandelen, als bedoeld in art. 3 van het Fondsenreglement, art. e(iii).

De richtlijn bevat minimum voorschriften. De Lid-Staten mogen in hun nationale wetgeving of regelgeving verdergaande of aanvullende bepalingen opnemen.

In de considerans van de richtlijn wordt ten aanzien van het doel de nadruk gelegd op het feit dat de beleggers in effecten door een passende informatie beter beschermd kunnen worden en een groter vertrouwen in de effectenmarkt kunnen krijgen, waardoor de goede werking van deze markt wordt verbeterd. Alhoewel hiervan in de considerans geen melding wordt gemaakt, geeft de richtlijn tot op zekere hoogte ook een bescherming voor de vennootschap zelf. De vennootschap wordt immers in een vroeg stadium geïnformeerd^{*191} over de opbouw van deelnemingen die een voorbode kunnen zijn van een openbaar bod en krijgt hierdoor mogelijk tijd en gelegenheid om de maatregelen te treffen die haar geraden voorkomen.

3. De Europese Commissie heeft op 22 december 1988 een voorstel voor een richtlijn van de Raad betreffende de openbare aanbidding tot aankoop of ruil goedgekeurd (OAK-richtlijn).

Aan het persbericht^{*191a} waarin door de Europese Commissie mededeling wordt gedaan omtrent de goedkeuring van het voorstel voor een OAK-richtlijn wordt het volgende ontleend:

'Deze richtlijn beoogt de aanpassing van de wettelijke regelingen der Lid-Staten inzake de wijze waarop openbare aanbiddingen tot koop of ruil van effecten van naamloze vennootschappen of commanditaire vennootschappen op aandelen kunnen worden gedaan. Zij heeft ten doel, de voorwaarden te scheppen voor doorzichtigheid, eerlijkheid bij de transacties en gelijkheid van kansen bij de gebruikmaking van financierings- en beursmethoden in het kader van industriële herstructurerings- of hergroeperingsoperaties in de context van de grote markt.'

De voornaamste bepalingen van de tekst:

Het aanbod

Het voorstel behelst een reeks regels, die beogen de gelijke behandeling van degenen tot wie het aanbod is gericht te waarborgen alsmede de bij een dergelijke operatie noodzakelijke openbaarmaking en doorzichtigheid.

De voornaamste elementen zijn:

- een verbod van gedeeltelijke OAK's: ten einde de lancering van speculatieve aanbiddingen te voorkomen, stelt de richtlijn de verplichting vast, dat een aanbidding betrekking moet hebben op de totaliteit van de

191) Onder de bepalingen van deze richtlijn zou het voor Van Herk c.s. niet mogelijk zijn geweest in de loop van 1988 een meerderheidsbelang in Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V. op te bouwen zonder medeweten van de vennootschap; zie FD 24 dec. 1988.

191a) Commissie van de Europese Gemeenschappen dd. 22 dec. 1988, met betrekking tot OAK, Doorzichtigheid en spelregels voor de grote markt.

aandelen;

- de verplichting voor de verwerver van een deel van de aandelen (vanaf 30%) een OAK uit te brengen op de totaliteit van de effecten, ten einde alle aandeelhouders in staat te stellen te profiteren van de hogere prijsstop die over het algemeen voor de deelneming van een pakket aandelen dat controle mogelijk maakt, moet worden betaald;
- een voorafgaande verklaring van de aanbieder inzake zijn voornemens, zowel op het gebied van de gebruikmaking van de activa als de continuïteit van de activiteiten van de vennootschap, het aanhouden van het personeel of het peil van de toekomstige schuldpositie (met name in gevallen van Leveraged Buy Out of LBO die dikwijls in hoofdzaak worden gefinancierd door toekomstige leningen ten laste van de overgenomen onderneming). Hierbij moet worden opgemerkt dat deze documenten onmiddellijk moeten worden bekendgemaakt aan de vertegenwoordigers van de werknemers. Het aanbiedingsdocument, dat eveneens moet worden gepubliceerd, behelst voorts de voorwaarden van de operatie, de standpuntbepaling inzake het aanbod van de aangevallen vennootschap en de regels die van toepassing zijn bij concurrerende aanbiedingen.

De verdediging

Het voorstel regelt ook de voorwaarden, waaronder verdedigingsmaatregelen kunnen worden getroffen na aankondiging van het aanbod.

Met name wordt bepaald*191b dat het besluit tot kapitaalverhoging en uitzonderlijke operaties, zoals de verkoop van activa of de overneming van dochterondernemingen voorbehouden is aan de algemene aandeelhoudersvergadering van de vennootschap waarop de aanbieding betrekking heeft (en niet alleen aan haar raad van bestuur). De leiding van de vennootschap die het doelwit is, kan namelijk gedurende de looptijd van de aanbieding alleen de lopende beheershandelingen verrichten.'

Van de hiervoor genoemde drie regelingen in EG-verband bevat vooral het laatstgenoemde voorstel voor de OAK-richtlijn bepalingen die van invloed zijn op de mogelijkheid van toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies. Er zijn op dit moment geen voorstellen van de Europese Commissie die rechtstreeks betrekking hebben op de toepassing van beschermings-

191b) Art. 8. Op 1 feb. 1989 was nog geen Nederlandse tekst van de ontwerp richtlijn beschikbaar. De Engelse tekst van art. 8 luidt:

'After receiving the information laid down in Article 7 (1) (notification of the bid, RPV) and until the expiry of the period for accepting the bid, the administrative or management body of the offeree company shall not without the authorisation of the general meeting of shareholders decide:

- a) to issue securities carrying voting rights or which may be converted into such securities;
- b) to engage in transactions which do not have the character of current operations concluded under normal conditions unless authorisation on the basis of a reasoned opinion is given by the supervisory authority.'

middelen en -constructies in het algemeen. Wel heeft de Commissie bij gelegenheid van de aankondiging van de OAK-richtlijn medegedeeld dat zij voornemens is een tweede richtlijn in te dienen, teneinde met name in een communautair kader de nieuwe verdedigingsmaatregelen te coördineren die door de leiding zonder toestemming van de vennootschapsinstanties worden genomen (de zgn. 'poison pills'). Een streefdatum voor indiening van een ontwerp wordt niet genoemd.

IX. Reglementering van statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen

IX.1. Inleiding

In de inleiding en verantwoording van dit boek is opgemerkt dat het toepassen van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen een actueel onderwerp is. Het startsein werd in 1985 gelost door de VvdE. Sedertdien hebben verschillende partijen, met als belangrijkste deelnemers de VvdE en de VEUO, om het hardst gestreden over de goede antwoorden op vragen als al dan niet wenselijkheid en aanvaardbaarheid van bescherming van beursvennootschappen en de rol die de beschermingsmiddelen en -constructies daarbij in de toekomst kunnen en mogen spelen. Een eensluidend antwoord op deze vragen is naar mijn mening niet goed mogelijk. Hiervoor zijn teveel partijen met uiteenlopende en soms tegengestelde belangen bij het onderwerp betrokken. Wat wel mogelijk is, is een aantal elementen dat een rol speelt bij de beantwoording van genoemde vragen nader te bekijken en daaruit enkele conclusies te trekken.

In de volgende paragrafen zal eerst worden ingegaan op de al dan niet wenselijkheid en aanvaardbaarheid van onvriendelijke overnemingen en bescherming van vennootschappen. Vervolgens komen aan de orde de rapporten van de Commissie Van der Grinten en van de VvdE, de van verschillende zijden gedane voorstellen, het standpunt van de VEUO, de tussen de VvdE en de VEUO bereikte overeenstemming over de door de VvdE gewenste aanpassing van het Fondsenreglement en bijlage X bij het Fondsenreglement. Daarna wordt aandacht besteed aan de bevindingen in dit verband op grond van het statutenonderzoek. Tot slot worden enkele ideeën geformuleerd over denkbare ontwikkelingen in de komende jaren.

IX.2. Wenselijkheid en aanvaardbaarheid van bescherming van vennootschappen

De vraag omtrent de wenselijkheid en aanvaardbaarheid van bescherming houdt nauw verband met en is tot op zekere hoogte een onderdeel van de vraag of de mogelijkheid van onvriendelijke overnemingen wenselijk en aanvaardbaar is. Reden om, alvorens in te gaan op eerstgenoemde vraag, eerst enkele opmerkingen te maken over laatstgenoemde vraag.

IX.2.1. Onvriendelijke overnemingen

Aangenomen wordt dat overnemingen en fusies een belangrijke rol spelen in

IX. REGLEMENTERING

het economisch ontwikkelingsproces^{*1}. Het Nederlands Christelijk Werkgeversverbond (NCW) heeft opgemerkt^{*2} dat in het huidige financieel-economisch klimaat trefwoorden zijn: technologische vernieuwing, internationale concurrentie en gerichtheid op kernactiviteiten. Fusies zijn volgens het NCW onmisbaar in het proces van economische her-oriëntatie en vernieuwing. Het is de vraag of dit ook gezegd kan worden van fusies die tot stand komen door een overval of een onvriendelijke overname.

Er zijn geen wetten of (beurs)voorschriften die een overval verbieden. Het staat een ieder vrij van een bepaalde beursvennootschap net zoveel aandelen te kopen als er aangeboden worden. Constante vraag, gecombineerd met regelmatige aankopen, zal hoogstwaarschijnlijk wel tot gevolg hebben dat de koers van het betreffende fonds stijgt. Door geleidelijke aankopen van aandelen ter beurse kan de zeggenschap in een onderneming worden verkregen in de zin van het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975. De commissie voor fusieaangelegenheden is evenwel van oordeel^{*3} 'dat de fusiegedragsregels, zoals deze nu luiden, geen uitkomst kunnen bieden voor fusies welke door geleidelijke aankoop van aandelen ter beurse ontstaan. De fusiegedragsregels richten zich op transacties waarbij de fusie na besprekingen tussen de besturen van beide ondernemingen tot stand komt dan wel, indien de besturen geen overeenstemming bereiken, op transacties waarbij de fusie door een openbaar bod wordt verwezenlijkt. De commissie is derhalve van mening dat aan de fusiegedragsregels geen toepassing kan worden gegeven indien in een n.v. de zeggenschap wordt verworven door geleidelijke aankoop van aandelen ter beurse, zonder dat hieraan voorafgaand door de betrokkenen besprekingen zijn gevoerd'^{*4}. Ten aanzien van de vraag of het aanvaardbaar geacht moet worden dat door aankoop van aandelen ter beurse een machtspositie binnen de over te nemen n.v. wordt verworven, constateert de commissie dat op deze wijze voor degene die de zeggenschap in een ter beurse genoteerde n.v. wil verwerven, de mogelijkheid bestaat om dit doel te bereiken zonder aan de bepalingen van de hoofdstukken II en III van de fusiegedragsregels te hoeven voldoen^{*5}. De commissie heeft overwogen of de figuur van de beursoverval in de fusiegedragsregels behoort en kan worden gereguleerd. Volgens de commissie^{*6} zou opnemng betekenen 'de introductie van een materiële

1) Hierover wordt ook wel anders geoordeeld met o.a. als argumenten dat er geen enkele grond is om aan te nemen dat bedrijfsovernames leiden tot verbetering van de economische efficiency en dat uit empirisch onderzoek niet is gebleken dat de innovatiekracht van de samengeklonken ondernemingen meer dan evenredig zou toenemen; zie hierover Schenk, H., Fusies zijn lang niet zo aantrekkelijk als ze lijken; NRC Handelsblad 20 juni 1987.

2) Standpuntbepaling van het NCW inzake onvriendelijke overnames d.d. 25 januari 1988.

3) Commentaar op het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, zesde druk, juli 1988, blz. 81.

4) Gedeeltelijk anders: Rapport VvdE, blz. 10.

5) Commentaar op het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, zesde druk, juli 1988, blz. 82.

6) Commentaar op het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, zesde druk, juli 1988, blz. 82.

norm van vennootschapsrechtelijke aard, namelijk een verbod tot verwerving van aandelen boven een bepaalde fractie van het uitstaande aandelenpakket anders dan nadat een bepaald aandelenbezit bij de commissie is gemeld en gevolg is gegeven aan de daarbij behorende voorschriften van de code. De commissie acht zulks ongewenst, omdat een dergelijke regeling sui generis de strekking en bedoeling van de gedragsregels te boven zou gaan en dan ook niet aansluit bij de overige bepalingen van de code'. De commissie stelt vervolgens vast dat - mede onder invloed van de tendens tot het doen van publicaties bij de verwerving van pakketten aandelen - de kans op verwerving van zeggenschap in de zin van de code zich slechts bij uitzondering zal voordoen^{*7}. Kortom: op een overval zijn de fusiegedragsregels niet van toepassing en het is ook niet de bedoeling de regels zodanig te wijzigen dat zij wel van toepassing zullen worden.

Er zijn ook geen wetten of (beurs)voorschriften die een onvriendelijke overname verbieden. Integendeel, de fusiegedragsregels houden uitdrukkelijk rekening met de mogelijkheid van een onvriendelijke overname^{*8}.

Het feit dat overvallen en onvriendelijke overnemingen niet verboden zijn, wil nog niet zeggen dat zij ook wenselijk en aanvaardbaar zijn. In de literatuur en ook daar buiten zijn de meningen hierover verdeeld. In het Handboek^{*9} schrijft Van der Grinten dat gesteld zou kunnen worden, dat het uitbrengen van een bod op aandelen zonder instemming van het bestuur van de betrokken vennootschap in strijd kan zijn met de zorgvuldigheid die in het maatschappelijk verkeer betaamt. Het argument hiervoor is, volgens Van der Grinten, dat ondernemingen tegenover elkander de zelfstandigheid en onafhankelijkheid behoren te respecteren. Van der Grinten constateert echter dat voor deze stelling geen steun in de rechtspraak is te vinden. Hij zou willen aannemen dat een 'onvriendelijk' bod op aandelen in ieder geval wel geoorloofd is, indien het bestuur door zijn steun aan het bod van een ander ('white knight') bereid blijkt de zelfstandigheid en onafhankelijkheid van de vennootschap op te geven^{*10}.

7) Het is de vraag of dit thans nog juist is. Recente voorbeelden zijn de verwerving van een (meerderheids)belang via aankopen ter beurse door: Gebr.'s van Mook in Mulder Boskoop N.V. (1987) en Huizenbeheer van Herk B.V. e.a. in Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V. (1988)

8) Zie o.a. art. 4 van hoofdstuk I. In dezelfde zin het antwoord van minister De Korte (Economische Zaken) en minister Brinkman (Welzijn, Volksgezondheid en Cultuur) op vragen van de kamerleden Pronk en Van Nieuwenhoven, Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, Aanghangsel van de Handelingen, nr. 63.

9) Handboek, No. 402.

10) In deze visie zou het op 2 juli 1987 door Elsevier N.V. tegen de zin van het bestuur en de raad van commissarissen van Kluwer N.V. uitgebrachte openbare bod op alle aandelen Kluwer in strijd geweest kunnen zijn met de zorgvuldigheid die het maatschappelijk verkeer betaamt. Deze situatie werd in de visie van Van der Grinten mogelijk opgeheven door het op 9 juli 1987 door Wolters Samsom Groep N.V. met instemming van het bestuur en de raad van commissarissen van Kluwer uitgebrachte openbare bod op dezelfde aandelen Kluwer.

Westbroek*¹¹ kan niet inzien, waarom een tegen de zin van het bestuur uitgebracht bod onrechtmatig zou zijn, indien het, blijkens het resultaat, door de aandeelhouders wordt gesteund (zodat met hun instemming de vennootschap in een afhankelijkheidspositie wordt gebracht), indien bovendien de belangen van de werknemers zich daartegen niet verzetten en wellicht zelfs het bod de instemming van de werknemers heeft.

Rietkerk geeft een economische analyse van de bestuursonvriendelijke overname*¹². Hij komt daarbij tot de conclusie dat de overnemingenmarkt het meest efficiënt kan functioneren 'als er een onbeperkte vreemdingsmogelijkheid van de aandelen bestaat en de verwerfer van de aandelen door beschermingsconstructies niet in de zeggenschapsmogelijkheden wordt beknot'. Met andere woorden: onvriendelijke overnemingen moeten volgens Rietkerk onbeperkt mogelijk zijn.

Mede naar aanleiding van het onvriendelijke openbare bod van Elsevier N.V. op de aandelen Kluwer N.V. heeft een aantal banken, werkgevers- en werknemersorganisaties en andere instanties zich over dit onderwerp uitgelaten. De Algemene Bank Nederland N.V. (ABN) heeft verklaard*¹³ geen medewerking te zullen verlenen aan vijandige overnames van bedrijven in binnen- en buitenland. Volgens de ABN zijn vijandige overnemingen macro-economisch en micro-economisch gezien ongezond. Er wordt kapitaal vernietigd en het leidt tot korte-termijn denken en -handelen bij ondernemingen. Dit betekent in de praktijk verlies aan concurrentiekracht. Aan een dergelijke handelwijze wenst de ABN niet mee te doen. Integendeel, de ABN voelt zich maatschappelijk medeverantwoordelijk voor de groei en bloei van het Nederlandse bedrijfsleven. Bank Mees & Hope N.V., een volledige dochtervennootschap van de ABN, deelt in grote lijnen de visie van de ABN. De Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. (AMRO Bank) wil zich in zijn algemeenheid niet van te voren uitspreken over de vraag of een bedrijf dat een gedwongen overname voorbereidt, wel of niet op steun van de bank mag rekenen; men wil de ruimte houden om haar houding van geval tot geval te bepalen*¹⁴. Pierson, Heldring & Pierson N.V. (PHP), een volledige dochtervennootschap van AMRO Bank, ziet geen principiële bezwaren tegen onvriendelijke overnemingen waarbij het ene bedrijf een bod doet op de aandelen van het andere, tegen de zin van het management van de bedreigde onderneming. PHP stelt zich op het standpunt dat de wetgeving in de loop der jaren veel aandacht heeft geschonken aan het beschermen van de be-

11) Westbroek, W., De nieuwste - negende - druk van het Handboek, NV 55, blz. 146, als reactie op de in die druk opgenomen opvatting dat in het algemeen een bod op de aandelen van een open n.v. onrechtmatig is, indien over dit bod niet overeenstemming bestaat met het bestuur van de betrokken vennootschap.

12) Rietkerk, G., Bestuursonvriendelijke overname: countervailing power, Een economische analyse, NV 66, blz. 45 e.v. Zie in dit verband ook Buys, D.C., Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 233.

13) FD 8 en 10 aug. 1987.

14) NRC Handelsblad 10 aug. 1987 en FD 11 aug. 1987.

langen van ondernemingsbesturen en werknemers. De positie van aandeelhouders is daardoor verzwakt. Volgens PHP wordt het tijd om eens te overwegen of de balans inmiddels niet te ver is doorgeslagen en de positie van aandeelhouders te veel is verzwakt^{*15}. De Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank (Rabobank) is de opvatting toegedaan dat het belang van een cliënt van de bank gediend kan zijn met een onvriendelijke overname. Als een goede klant van de Rabobank tot de conclusie komt dat een overname past of nodig is in zijn lange-termijn-strategie, dan denkt de bank daar in eerste instantie over mee. Indien de Rabobank tot dezelfde conclusie als haar cliënt komt, dan werkt zij aan de overname mee, ook als het om een onvriendelijke overname gaat^{*16}.

De Federatie van Nederlandse Vakverenigingen (FNV) huldigt de opvatting dat er geen ruimte moet zijn voor onvrijwillige overnemingen in het bedrijfsleven. De medezeggenschap van de werknemers kan alleen door zorgvuldig overleg tot gelding komen^{*17}. Het Nederlands Christelijk Werkgeversverbond (NCW) is daarentegen van oordeel dat onvriendelijke overnemingen niet moeten worden verboden en dat thans een redelijk evenwicht bestaat tussen de mogelijkheid om een bedrijf over te nemen en de mogelijkheid zich tegen een dergelijke overname te beschermen^{*18}. Het Verbond van Nederlandse Ondernemingen (VNO) heeft zich in algemene zin achter het standpunt van zijn zusterorganisatie geschaard. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) is niet principieel tegen overnemingen van bedrijven zonder steun van de zittende directie en commissarissen. De VEB wijst er op dat te vaak biedingen niet zijn doorgegaan wegens de houding van het zittende bestuur, terwijl het voor de onderneming uiteindelijk beter was geweest als de overname wel haar beslag zou hebben gekregen. De VEB vindt het van groot belang dat een optimale allocatie van kapitaal en inzet van management en werknemers tot de mogelijkheden blijft behoren. Een fusie kan bovendien voor de werknemers nieuwe kansen bieden, aldus de VEB^{*19}.

Van de zijde van de regering hebben de ministers Ruding (Financiën) en Brinkman (Welzijn, Volksgezondheid en Cultuur) zich over de wenselijkheid en aanvaardbaarheid van onvriendelijke overnemingen uitgelaten. Minister Ruding heeft medegedeeld dat hij de bijna principiële aversie tegen on-

15) NRC Handelsblad 13 aug. 1987.

16) FD 11 aug. 1987. In gelijke zin Klarenbeek, H.J.A.E.M., plv. voorzitter van de hoofddirectie van Rabobank Nederland in een inleiding voor de Euroforum-studiedag over 'Onvriendelijke overnemingen en beschermingsconstructies' op 27 nov. 1987.

17) FD 12 aug. 1987. Het Europese Verbond van Vakverenigingen (EVV) heeft zich reeds in 1979 tegen vijandige overnemingen uitgesproken. Zie in dit verband ook Bloemarts, J.C.M.G., Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 54 e.v.

18) Standpuntbepaling van het NCW inzake onvriendelijke overnemingen d.d. 25 jan. 1988.

19) FD 13 aug. 1987.

vriendelijke overnemingen in het algemeen die hier en daar bestaat, niet deelt, alhoewel hij erkent dat zich in bepaalde situaties ongewenste gevallen kunnen voordoen. Ruding heeft in dit verband opgemerkt 'dat, wanneer een onderneming een wat grotere kans loopt overgenomen te worden, er een extra prikkel is voor het betreffende management om goede resultaten te behalen en deze te tonen. Indien de onderneming immers om die reden geen goede benutting van de middelen realiseert, moet de mogelijkheid van overname aanwezig zijn. In het algemeen kan worden gesteld dat een hogere overname-activiteit de efficiëntie in het bedrijfsleven per saldo positief kan beïnvloeden'*²⁰. Minister Brinkman denkt genuanceerder over onvriendelijke overnemingen dan zijn collega Ruding. Naar de mening van minister Brinkman heeft de onvriendelijke overname op de informatiemarkt een ander accent dan onvriendelijke overnemingen in het algemeen. Bij een onvriendelijke overname op de informatiemarkt is volgens Brinkman waakzaamheid geboden omdat het bij concernvorming in de uitgeverij om de bedrijfscultuur gaat en om de mate waarin de uitgeverij zich van haar culturele taak bewust is. Het sociale grondrecht van cultuurparticipatie van de burger kan in het gedrang komen. Volgens Brinkman heeft de overheid de zorgplicht dat de burger ook inderdaad in kunst, educatie en wetenschap kan deelnemen'*²¹.

Dat de wenselijkheid en aanvaardbaarheid van onvriendelijke overnemingen een actueel en ernstig onderwerp is, moge blijken uit het feit dat ook Paus Johannes Paulus II industriëlen heeft gewaarschuwd niet tegen elke prijs ondernemingen op te kopen. 'Het streven naar winst is op zich geen onrechtvaardige zaak, een onderneming zou niet zonder kunnen. Wat ik wil zeggen is dat een rechtvaardig streven naar winst aan ethische criteria onderworpen moet zijn', aldus de Paus'*²².

De VvdE schreef in de inleiding van haar beschouwing 'De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs'*²³ dat de heersende opvatting in Nederland is dat een vennootschap niet tegen de wil van het zittende bestuur in andere handen mag vallen. In het vervolg van de beschouwing gaat de VvdE er echter - mede gelet op het genomen besluit om

20) Toespraak bij de uitreiking van de NCD-prijs 1987 van het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen op 11 november 1987, Staatscourant 12 nov. 1987, nummer 219. Zie ook het antwoord van minister Ruding (Financiën) op vragen van de kamerleden Kombrink en Vermeend, Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, Aangangsel van de Handelingen. Reagerend op de toespraak van minister Ruding refereert Alberdingk Thijm, J.J.C., in NRC Handelsblad van 18 nov. 1987 aan het boek 'Taking America' van de auteur Jeff Madrich, waarin o.a. wordt gesteld dat de overnemingen het management nauwelijks hebben verbeterd. Integendeel, de meeste ondernemingen werden gekocht omdat ze goed gemanaged werden.

21) Toespraak bij de opening van het nieuwe Kluwer-hoofdkantoor in Deventer op 19 nov. 1987.

22) NRC Handelsblad 18 april 1988.

23) De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, blz. 25, ook afzonderlijk uitgegeven als tweede publicatie in de zgn. 'coupure-reeks'.

een commissie te benoemen om haar nader te adviseren - kennelijk van uit dat onvriendelijke overnemingen mogelijk moeten zijn.

De vraag of onvriendelijke overnemingen wenselijk en aanvaardbaar zijn, kan vanuit verschillende invalshoeken bekeken worden. Vanuit de vennootschapsrechtelijke, de economische, de financiële, de sociale, etc. Niet geheel duidelijk is of alle hiervoor aangehaalde partijen rekening houden met alle aan de vraag verbonden aspecten of in hoofdzaak alleen met die waarmee zij het meest vertrouwd zijn. Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken dat bij enkelen het laatste het geval is.

De hiervoor weergegeven opvattingen samenvattend, kan gesteld worden dat men in de literatuur veelal van oordeel is dat het in beginsel wenselijk is dat de mogelijkheid tot het doen van onvriendelijke overnemingen bestaat en dat onvriendelijke overnemingen ook - mits binnen bepaalde grenzen*24 - aanvaardbaar zijn.

IX.2.2. Bescherming van vennootschappen

Dit brengt mij op de tweede vraag: is het wenselijk en aanvaardbaar dat vennootschappen zich tegen onvriendelijke overnemingen beschermen? Ik kan niet goed inzien waarom vennootschappen vanuit een vennootschapsrechtelijk oogpunt bezien zich niet tegen dergelijke ongewenste avances zouden mogen beschermen. De wet biedt daartoe uitdrukkelijk de mogelijkheid*25. Daar komt nog bij dat, zoals uit de vorige hoofdstukken is gebleken, voor invoering van nagenoeg alle beschermingsmiddelen op enig moment de instemming van aandeelhouders is vereist. Daartegenover wordt wel gesteld dat de aandeelhouders die hebben toegestemd in invoering van de beschermingsmiddelen veelal anderen zijn dan de huidige aandeelhouders. Hiertegen kan worden aangevoerd dat in die gevallen de nieuwe aandeelhouders de betreffende aandelen in de vennootschap hebben verworven, wetende dat de vennootschap in de statuten beschermingsmaatregelen tegen onvriendelijke overnemingen heeft getroffen. Deze argumentatie kan evenwel niet gehanteerd worden ten aanzien van sommige door de vennootschap opgezette beschermingsconstructies, zoals bijvoorbeeld de 'crown jewel'-constructie.

24) Deze grenzen zijn niet altijd nauwkeurig aan te geven. Over het algemeen worden veroordeeld onvriendelijke overnemingen met het doel om de vennootschap te ontmantelen en de winst ten eigen bate aan te wenden (de zgn. raider of asset-stripper).

25) De in de huidige praktijk voorkomende beschermingsmiddelen en -constructies zijn niet in strijd met de wet en hebben voorts voorzover het statutaire beschermingsmiddelen betreft departementale goedkeuring verkregen (art. 68 lid 2 en 125 lid 2, geen strijd met de openbare orde en bij een statutenwijziging geen strijd met een wettige bepaling der statuten). Vgl. in dit verband ook Honée, H.J.M.N., Beschermingsconstructies (vennootschappelijke aspecten), NV 66, blz. 86, die vooralsnog concludeert 'dat beschermingsconstructies geen wezensvreemd element in de vennootschappelijke verhoudingen voegen'.

Ook over het antwoord op de vraag of beschermingsmiddelen en -constructies wenselijk en aanvaardbaar zijn wordt verschillend gedacht. De diverse standpunten worden door de verschillende belanghebbenden - waaronder niet alleen de beursvennootschappen zelf, maar ook de banken, de werkgevers- en werknemersorganisaties, en andere belangenorganisaties - met verve verdedigd onder aanvoering van een groot aantal argumenten. Frentrop^{*26} komt de verdienste toe de verschillende argumenten en de deelnemers aan de discussie op een rij te hebben gezet. Als argumenten vóór beschermingsconstructies^{*27} kunnen volgens Frentrop worden genoemd:

1. de invloed van aandeelhouders op het beleid van de onderneming mag niet doorslaggevend zijn;
2. zonder beschermingsconstructies worden Nederlandse beursfondsen overgenomen door grotere buitenlandse ondernemingen (Überfremdung);
3. het management hoeft zich dankzij beschermingsconstructies niet te richten op de kwartaal- of halfjaarcijfers waar de beurs in is geïnteresseerd, maar kan investeren met het oog op de langere termijn;
4. zonder beschermingsmaatregelen ontstaat een zodanige vloed van overnemingen dat de overheid zich geroepen zal voelen in te grijpen en alle fusies en overnemingen te controleren;
5. bij een vijandige overname staan de belangen van werknemers op de tocht. Er is niet genoeg tijd voor verantwoord overleg. Beschermingsconstructies zijn daarom uit het oogpunt van werknemers nuttig omdat ze overnemingen tegenhouden;
6. zonder beschermingsmaatregelen krijgen 'raiders' in Nederland een kans. Die splitsen bedrijven op en vernietigen mooie ondernemingen;
7. beschermingsconstructies bieden het management van het doelwit de ruimte, tijd en een betere onderhandelingspositie om met een potentiële gegadigde te overleggen. Zij voorkomen het gevaar van overrompeling;
8. beschermingsconstructies kunnen slechts tot stand komen met medewerking van de aandeelhoudersvergadering. Aandeelhouders hebben die constructies zelf gewild, anders bestonden ze niet.

Aan deze lijst kunnen nog worden toegevoegd:

- a. onvriendelijke overnemingen vormen niet alleen een bedreiging voor vennootschappen met een slecht management, maar vooral ook voor vennootschappen met een goed management^{*28};
- b. tegen het treffen van beschermingsmaatregelen behoeft geen bezwaar te bestaan omdat:
 - beleggingsbeleid wordt gebaseerd op commerciële overwegin-

26) Frentrop, P., Beschermingsconstructies - een verhitte discussie, Economisch Statistische Berichten, 14 sept.1988, nr. 3673, blz. 836 en 837.

27) Waaronder mede begrepen zijn beschermingsmiddelen in de door mij aan het slot van paragraaf I.6. bedoelde zin.

28) Financial Times, May 26, 1988.

- gen en niet zozeer op overwegingen van juridisch/statutaire aard^{*29};
- alleen de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap korte-termijn-winsten kunnen binnenhalen^{*30}; de aandelen van de overnemende vennootschap ondervinden doorgaans een waardedaling;
 - de belegger op lange termijn meer gebaat is bij het bestaan van een goed functionerende aandelenmarkt, dan met een eenmalige overnamewinst^{*31};
 - het gevaar bestaat dat overnemingen van vennootschappen zonder beschermingsmiddelen en -constructies tegen te lage prijs geschieden;
- c. ingeval van een goede bescherming behoeft het bestuur bij een onvriendelijke overname(dreiging) niet onnodig tijd te besteden aan (verdere) maatregelen ter bescherming van de vennootschap;
- d. de onbevredigende gang van zaken bij algemene vergaderingen van aandeelhouders, waaronder: absenteïsme van aandeelhouders; inbreng van aandeelhouders in de vergadering welke dikwijls niet evenredig is aan de kapitaaldeelname; bestuur wordt mogelijk de speelbal van telkens toevallig wisselende omstandigheden^{*32}.

Tegen beschermingsconstructies (en beschermingsmiddelen) pleiten volgens Frentrop de volgende argumenten:

9. door beschermingsconstructies wordt de invloed van aandeelhouders te gering. Het management toont veelal een minachting voor de houders van aandelen, die in de praktijk niet veel anders zijn dan achtergestelde obligaties met een variabele rente;
10. het management wordt dank zij beschermingsconstructies laks omdat de kapitaalverschaffers weinig te zeggen hebben (de 'market for corporate control'-visie);
11. beschermingsconstructies drukken de koers/winstverhoudingen op de Amsterdamse effectenbeurs. Dat vermindert de aantrekkelijkheid van het aandeel als beleggingsinstrument en verhoogt de 'cost of capital' voor ondernemers. Bovendien verliest de Amsterdamse beurs internationaal aantrekkingskracht;
12. verminderde zeggenschap voor aandeelhouders vermindert hun betrokkenheid bij de onderneming. Aandeelhouders worden pure be-

29) De Rooy, R.E., Hoe ver kan men gaan met beschermingsconstructies in vennootschapsland?, Bank- en effectenbedrijf, april 1987, blz. 101.

30) Schenk, H., Fusies zijn lang niet zo aantrekkelijk als ze lijken, NRC Handelsblad 20 aug. 1987.

31) Zie hierover De Jong, H.W., Fusies/overnames en beschermingsconstructies, Economische Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 846 en 847.

32) Bloembergen, E., Spelersrollen bij onvriendelijke overnames, TVVS 1988, blz. 138.

- leggers. Als gevolg daarvan neemt de afstand tussen de koersvorming op de effectenbeurs en de gang van zaken in het bedrijfsleven toe;
13. met behulp van beschermingsconstructies kunnen economisch gewenste vormen van samenwerking tussen ondernemingen worden tegengehouden door een beperkte groep mensen, die te veel aan hun eigen positie hechten;
 14. het bestaan van beschermingsconstructies weerhoudt gegadigden van het uitbrengen van een bod. Aandeelhouders missen de koerswinst die ze zouden kunnen realiseren wanneer een openbaar bod wel zou worden uitgebracht;

Aan deze lijst kunnen nog worden toegevoegd:

- e. beschermingsmaatregelen vormen een beletsel voor de optimale allocatie van kapitaal en inzet van management en werknemers^{*33};
- f. een grotere kans om overgenomen te worden, is een extra prikkel voor het betreffende bestuur om goede resultaten te behalen en deze te tonen^{*34};
- g. beschermingsmaatregelen beschermen teveel het (incompetente) zittende bestuur;
- h. beschermingsmaatregelen geven een vrijbrief niet alleen voor het zittende bestuur, maar ook voor een toekomstig bestuur.

De hiervoor genoemde argumenten pro en contra beschermingsmiddelen en -constructies vormen ten dele elkaars spiegelbeeld. Voor een deel worden zij ook in de literatuur weersproken met de mededeling dat het onbewezen argumenten zijn waaraan geen empirisch onderzoek ten grondslag heeft gelegen, dan wel, voorzover dat wel het geval is geweest, het resultaat van dat onderzoek juist het tegenovergestelde heeft aangetoond^{*35}.

Wat met betrekking tot de aangehaalde argumenten opvalt, is dat zij weinig vennootschapsrechtelijke aspecten in zich bergen, doch veelal gebaseerd zijn op financiële, economische of sociale motieven. Op grond hiervan zou mijns inziens de conclusie kunnen worden getrokken dat de vraag of bescherming van vennootschappen wenselijk en aanvaardbaar is niet zozeer een juridische vraag is, doch meer een financieel/economisch/sociale vraag. Bij de beantwoording van laatstgenoemde vraag spelen

33) Slagter, W.J., Volgens de SER is onvriendelijk niet verbiedbaar; NRC Handelsblad 15 juni 1987.

34) Minister van financiën Ruding in een toespraak bij de uitreiking van de NCD-prijs 1987 van het Nederlands Centrum van Directeuren en Commissarissen op 11 november 1987.

35) Zie in dit verband Schenk, H., Fusies zijn lang niet zo aantrekkelijk als ze lijken, NRC Handelsblad 20 juni 1987. In andere zin De Jong, H.W., Fusies/overnames en beschermingsconstructies, Economische Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 845 e.v.

ook politieke elementen een rol^{*36}.

Een argument dat een juridische achtergrond heeft, is het onder 8 genoemde punt dat voor beschermingsmiddelen en -constructies pleit. Dit betreft het hiervoor ook reeds eerder genoemde argument waarom een vennootschap zich tegen een onvriendelijke overname zou mogen beschermen, te weten dat beschermingsmiddelen slechts tot stand kunnen komen met medewerking van de aandeelhoudersvergadering. Aandeelhouders hebben die middelen zelf aanvaard, anders bestonden ze niet. Dit argument heeft kennelijk ook een belangrijke rol gespeeld bij de overwegingen van de Commissie Van der Grinten blijkens haar conclusie dat het gebruik van de besproken beschermingsmiddelen op zichzelf niet maatschappelijk onaanvaardbaar is, mede omdat voor de invoering van die beschermingsmiddelen de medewerking van de aandeelhouders altijd noodzakelijk is^{*37}.

Alhoewel de vraag, of bescherming wenselijk en aanvaardbaar is, naar mijn mening in hoofdzaak een financieel/economisch/sociale vraag is met politieke implicaties - en uit dien hoofde buiten het bestek van dit boek valt - plaats ik toch een enkele kanttekening. Een veel genoemd argument dat tegen beschermingsmiddelen en -constructies zou pleiten, is het onder 11 genoemde argument, te weten het feit dat beschermingsmiddelen en -constructies de koers/winstverhouding op de Amsterdamse Effectenbeurs zouden drukken. Schuitemaker^{*38} van de ABN komt op grond van een onderzoek naar de lage koers/winstverhouding in Nederland tot de conclusie dat het structureel lage niveau van de Nederlandse koers/winstverhouding vooral is toe te schrijven aan:

- een grote mate van samenhang met internationale fluctuaties, mede als gevolg van een relatief groot gewicht van de internationaal georiënteerde olie-industrie (Koninklijke Olie) - die een structureel lage koers/winstverhouding kent - in de Nederlandse aandelenindex;
- een vrij sterke risico-aversie bij particuliere en vooral institutionele beleggers in Nederland;
- een minder gunstige fiscale behandeling van dividendinkomen dan in veel andere landen bestaat.

Naar het oordeel van Schuitemaker speelt de regulering ten aanzien van niet-vriendelijke overnamepogingen - die overigens ook in een aantal andere Europese landen gebruikelijk is - hooguit een bescheiden additio-

36) Zie in dit verband ook Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 38 en 39, die er op wijst dat bij het onderwerp beschermingsconstructies ook vragen van sociaal-economische ordening behoren te worden betrokken, en Bloemarts, J.C.M.G., Onvriendelijke overnames; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 56, die aandacht vraagt voor de geringe invloed van de medezeggenschap en Kuin, D., in FD 31 dec. 1988, die spreekt over een zaak van nationale maatschappelijke ordening.

37) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 15, 17 en 21.

38) Schuitemaker, E., De lage Nederlandse koers/winstverhouding, publicatie van de ABN, blz. 9.

nele rol*39.

De aangehaalde argumenten tegen beschermingsmiddelen en -constructies zouden de indruk kunnen wekken dat voor een bestuur van een beursvennootschap verhoging van de waarde van de aandelen voor de aandeelhouders het belangrijkste ondernemersdoel is. Een dergelijke eenzijdige benadering houdt echter mijns inziens niet voldoende rekening met de (beurs)vennootschap als instituut. De vennootschap kent, zoals in de hoofdstukken I en II is opgemerkt, meer belangen dan alleen die van aandeelhouders. Te denken valt onder andere aan de belangen van de werknemers, leveranciers, afnemers en consumenten. Deze belangen vinden hun erkenning in wetten en regelingen welke op de vennootschap van toepassing zijn, dan wel op de vennootschap toegepast kunnen worden, zoals de taakomschrijving van de raad van commissarissen, de structuurregeling, de Wet op de ondernemingsraden en het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975. Daarbij horen ook de beschermingsmiddelen en -constructies. Het is de taak van het bestuur van de vennootschap, alsmede van de raad van commissarissen bij het houden van toezicht op het beleid van dat bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming, een goede afweging van de verschillende belangen te maken. Dat de belangen van de aandeelhouders - als kapitaalverschaffers van de vennootschap - daarbij een belangrijke rol spelen is duidelijk. Dit is niet nieuw. Wat de laatste tijd en met name in de Verenigde Staten van Amerika wel nieuw is, is de rol van de 'tijdelijke aandeelhouders'. Onder 'tijdelijke aandeelhouders' worden door mij verstaan aandeelhouders die niet bij de vennootschap zijn betrokken als investerende aandeelhouders en uit dien hoofde geen belang hebben bij een op lange termijn winstgevendende bedrijfsvoering, doch die enkel en alleen uit zijn op een waardestijging van de aandelen op korte termijn. Deze aandeelhouders kopen aandelen uitsluitend op grond van speculatieve motieven en zijn slechts uit op het maken van een snelle winst. Het behoeft geen nader betoog dat deze 'tijdelijke aandeelhouders' andere belangen hebben dan de overige bij de vennootschap betrokken partijen.

Beperking van de mogelijkheid tot bescherming kan naar mijn mening tot gevolg hebben dat het fenomeen van de 'tijdelijke aandeelhouder' ook in Nederland een bekend verschijnsel gaat worden. Het komt mij voor dat dit over het algemeen niet in het belang van de betrokken vennootschap zal zijn. Ingeval het bestuur en de raad van commissarissen van oordeel zijn dat bepaalde ontwikkelingen ten aanzien van het aandelenbezit niet in het belang van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen zijn, zullen zij

39) Vgl. in dit verband ook Zwart, P.S. (lid van de Commissie Van der Grinten), die aan het slot van een voordracht op de ledenvergadering van de VEB op 20 april 1988 het volgende heeft opgemerkt: 'We moeten de situatie in Nederland niet overdrijven door te stellen dat de onderwaardering op de Nederlandse beurs enkel en alleen het gevolg is van het bestaan van beschermingsconstructies. We moeten in dit opzicht realistisch blijven. Maar ik meen wel te mogen concluderen dat de gegevens, die we vanmiddag hebben besproken, er toe leiden dat men redelijkerwijs mag aannemen dat er toch duidelijk een negatieve invloed van de beschermingsconstructies op de waardering van de koersen ter beurze van Amsterdam uitgaat. Zeker wanneer er sprake is van 'waterdichte' beschermingsconstructies'.

de vennootschap daartegen willen beschermen. Is dit wegens een beperking van de mogelijkheid van toepassing van de tot dusver gebruikelijke beschermingsmiddelen en -constructies niet langer mogelijk, dan zullen bestuur en raad van commissarissen zich wellicht op grond van hun vennootschappelijke plicht gedwongen voelen om andere wegen te zoeken om de vennootschap te beschermen. Evenals in de Verenigde Staten van Amerika ligt dan een verdere ontwikkeling van beschermingsconstructies in de vorm van 'crown jewels', en/of 'poison pills' of soortgelijke nieuwe constructies voor de hand*40.

De aanwezigheid van beschermingsmiddelen en -constructies biedt het bestuur en de raad van commissarissen in het geval van een overval of een onvriendelijke overname tijd en ruimte om tot een goede afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen te komen. Indien de mogelijkheid van een afdoende bescherming komt te vervallen, is het voor een land als Nederland met een relatief kleine effectenbeurs*41 niet alleen de vraag hoeveel vennootschappen in de toekomst nog ter beurse genoteerd zullen blijven*42, maar ook of bestaande vennootschappen in de toekomst nog belangstelling en de mogelijkheid hebben om ter beurse genoteerd te worden. Illustratief in dit verband is de gang van zaken ten aanzien van de voorgenomen beursnotering van Van Nelle Holding N.V., zoals deze in de media is weergegeven.

Van Nelle was aanvankelijk een zelfstandige beursvennootschap. Er bestond een samenwerking met de Amerikaanse vennootschap Standard Brands, Inc., die met medeweten van het bestuur van Van Nelle een minderheidsdeelneming in Van Nelle bezat. In 1976 deelde Standard Brands tot ontzetting van het bestuur van Van Nelle mede dat het reeds enige jaren - via aankopen ter beurse - over de meerderheid van het geplaatste aandelenkapitaal van Van Nelle beschikte. De toenmalige statuten van Van Nelle bevatten nauwelijks enige bescherming tegen overvallen. Uiteindelijk heeft Standard Brands een openbaar bod uitgebracht op de bij derden uitstaande aandelen. Met de hulp van een aantal professionele beleggers is Van Nelle in 1985 onder leiding en met deelname van het bestuur verzelfstandigd met de bedoeling binnen een aantal jaren wederom naar de beurs te gaan*43. De voor eind 1987 geplande beursintroductie werd op het laatste moment doorkruist door de koersval van oktober 1987. In 1988 bestonden nog steeds plannen

40) Zie hierover paragraaf IV.3.2.2.

41) De Nederlandse beurs maakt 1,1% van de wereldmarkt uit, aldus Zwart, P.S., in zijn voordracht op de ledenvergadering van de VEB op 20 april 1988.

42) Door Van Zwol, L., lid van de raad van bestuur van Nationale-Nederlanden N.V., is tijdens een persconferentie op 20 april 1988 opgemerkt 'Als de voorzitter van de Vereniging voor de Effectenhandel 20 jaar geleden zijn zin had gekregen (vermindering bescherming, RPV), zou er nu niet veel van de beurs zijn overgebleven. Ik geloof - ik kan het niet hard maken - dat er dan nog vijf, laten we zeggen tien regels in de Prijscourant van de beurs waren overgebleven'; FD 21 april 1988.

43) FD 21 maart 1985.

om naar de beurs te gaan^{*44}, doch zover is het niet gekomen. Douwe Egberts (DE) bleek bereid een overnameprijs (F. 69,-- per aandeel) te betalen, welke beduidend hoger was dan een mogelijke introductiekoers op de beurs (eind 1987 bedroeg deze naar schatting f. 30,-- en in 1988 maximaal f. 40,-- per aandeel)^{*45}. De voorzitter van de raad van bestuur van Van Nelle, die de overname door DE op zakelijke gronden onderschreef, zou echter liever zelfstandig gebleven zijn, doch dit zou alleen mogelijk zijn geweest met goede afspraken met de bestaande aandeelhouders. Zonder deze afspraken zou Van Nelle volgens de voorzitter van de raad van bestuur hetzelfde overkomen als de Engelse vennootschap Rowntree plc. die medio 1988 werd overgenomen door de Zwitserse vennootschap Nestlé S.A., hetgeen de voorzitter niet wilde. Het bleek dat met de aandeelhouders van Van Nelle geen afspraken konden worden gemaakt welke een veilige beursgang zouden verzekeren, reden waarom door Van Nelle uit de vele aanbiedingen is gekozen voor het bod van DE, aangezien DE aan alle door Van Nelle aan een overname gestelde voorwaarden voldeed^{*46}. Bij het vaststellen van de hoogte van het bod is DE uitgegaan van een koers/winstverhouding van ongeveer 20. In 1987 werd bij de beursintroductie gedacht aan een koers/winstverhouding van 8,5 en in 1988 leek een verhouding van 12 waarschijnlijk^{*47}. Uit deze cijfers blijkt dat een groot verschil bestaat - van ongeveer 8 - tussen de beurswaarde en de waarde van een overnamebod. Het lijkt niet aannemelijk dat de oorzaak van de lagere beurswaarde gezocht moet worden in de door Van Nelle bij beursintroductie te treffen beschermingsmaatregelen. Naar mijn mening zal aanvaard moeten worden dat de overnamewaarde doorgaans niet ten volle weerspiegeld kan worden in de beurswaarde van de aandelen^{*48}, ook niet met de inspanning van een terzake kundig bestuur en dito raad van commissarissen, met een zogenaamd investor relations beleid of welke andere activiteiten dan ook. In het geval van Van Nelle is in ieder geval gebleken, dat een veilige beursgang niet mogelijk is zonder een afdoende bescherming van de vennootschap, in welke vorm dan ook, tegen overvallen of onvriendelijke overnemingen. Van Nelle wilde kennelijk niet het risico lopen zich tweemaal aan dezelfde steen te stoten.

44) NRC Handelsblad 3 dec. 1988, 'Van Nelle bijt zich vast in beursintroductie'.

45) FD 17 dec. 1988.

46) FD en NRC Handelsblad 17 dec. 1988. Volgens de voorzitter van de raad van bestuur van Van Nelle is het bod van DE zo gunstig dat het niet moeilijk was de alternatieven terzijde te schuiven. 'DE heeft een bod op tafel gelegd dat boven de beursmogelijkheden uitgaat. Het is niet verstandig je zelfstandigheid vast te houden tegen elke prijs. Je moet de belangen in de gaten houden van alle betrokkenen', aldus de voorzitter van de raad van bestuur.

47) FD 17 dec. 1988.

48) Vgl. in dit verband ook de opmerking van Schwencke, P., algemeen directeur van de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V., welke vennootschap aandeelhoudster is van Van Nelle, gemaakt in NRC Handelsblad van 16 dec. 1988: 'Je kunt niet naar de beurs gaan tegen een beleggerskoers als er een overnameprijs wordt geboden'.

IX.2.3. Houdbaarheid van beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

In paragraaf II.3. is ingegaan op de vraag waarop bescherming gericht kan zijn, waarna in de daarop volgende hoofdstukken de diverse in de vennootschapspraktijk gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies de revue zijn gepasseerd. Een vervolgvraag is: beantwoorden de beschermingsmiddelen en -constructies ook aan het doel waarvoor zij zijn gecreëerd? Deze vraag laat zich in haar algemeenheid niet zo gemakkelijk beantwoorden, aangezien enerzijds de bescherming verschillende oogmerken kan hebben en anderzijds vele beschermingsmiddelen en -constructies bestaan. Wel kan gesteld worden dat hoe concreter en simpeler het beoogde doel van de bescherming is, hoe gemakkelijker het zal zijn een effectief beschermingsmiddel of een passende beschermingsconstructie te vinden. Beoogt de bescherming bijvoorbeeld het voorkomen van de mogelijkheid dat de statuten door de algemene vergadering van aandeelhouders gewijzigd kunnen worden, dan kan dit op effectieve wijze worden voorkomen door een besluit tot statutenwijziging te onderwerpen aan een voorstel of de goedkeuring van de vergadering van houders van prioriteitsaandelen of van een ander vennootschapsorgaan. De beantwoording van de hiervoor gestelde vraag wordt moeilijker naarmate de beoogde bescherming een complexere materie omvat, zoals bescherming tegen overvallen of onvriendelijke overnemingen.

Beschermingsmaatregelen tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen hebben in eerste instantie een preventieve functie. Met het creëren van beschermingsmiddelen en -constructies tegen overvallen en onvriendelijke overnemingen wordt beoogd mogelijke overvallers en overnemers van hun voornemen van een overval of een onvriendelijke overname af te houden, dan wel hen bij een eerste poging daartoe te ontmoedigen. De indruk bestaat dat beschermingsmiddelen en -constructies in dat opzicht - er van uitgaande dat afdoende maatregelen getroffen zijn - effectief zijn⁴⁹. Hoe groter het aantal maatregelen, des te sterker zal de preventieve werking zijn. Wordt ondanks de aanwezigheid van bescherming een vennootschap toch overvallen of belaagd door middel van een openbaar bod van een onvriendelijke overnemer, dan kan, indien de overval of het openbaar bod slaagt, de bedreigde vennootschap toch in een lastig parket terechtkomen. In een dergelijk geval zal de overnemer niet over een meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders van de bedreigde vennootschap beschikken (deze berust bij het administratiekantoor of bij de stichting die de inmiddels uitgegeven preferente aandelen houdt of bij beide gezamenlijk), maar wel over een meerderheid van de economische macht in de bedreigde vennootschap. Alhoewel aan deze economische macht geen direct stemrecht is verbonden, kan hiermede wel druk op de bedreigde vennootschap worden uitgeoefend, zowel economische als juridische druk.

Economische druk kan door de overnemer worden uitgeoefend op grond van het feit dat de bedreigde vennootschap via een economische band met hem is verbonden. Voor de bedreigde vennootschap zal dit - of men het wil of niet - gevolgen hebben voor de mogelijkheden van verdere ontwikkeling. Zo zal bijvoorbeeld het aantrekken van nieuw kapitaal door de bedreigde ven-

49) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 17.

nootschap moeilijk, zo niet onmogelijk kunnen worden. Hetzelfde geldt voor nieuwe acquisities door de bedreigde vennootschap; de minnelijk over te nemen vennootschap zal niet alleen naar de bedreigde vennootschap die de acquisitie beoogt, kijken maar ook naar de daarin deelnemende overnemer. Derden zullen op den duur geneigd zijn de bedreigde vennootschap te beschouwen als een deelneming van de overnemer. Zolang de verhoudingen tussen de bedreigde vennootschap en de overnemer niet genormaliseerd zijn, kan het moeilijk zijn bekwame bestuurders en staffunctionarissen aan te trekken; hun toekomstige mogelijkheden zijn immers onzeker, zowel bij de bedreigde vennootschap als eventueel bij de overnemer. De hiervoor genoemde gevallen zijn slechts vermeld als voorbeeld; de druk van de economische eigenaar kan zich uiteraard op nog veel meer manieren doen gevoelen.

Juridische druk kan door de overnemer worden uitgeoefend op grond van het feit dat de door de bedreigde vennootschap getroffen beschermingsmaatregelen doorgaans tegen de overvaller of onvriendelijke overnemer zijn gericht en hij daardoor rechtstreeks in zijn belangen kan zijn geschaad. De overnemer kan zich tot de rechter wenden met een vordering de genomen besluiten tot bescherming - men denke aan de uitgifte van (preferente) aandelen - nietig te verklaren dan wel te vernietigen wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid of de goede trouw (art. 7, 11 en 13). Uit het in paragraaf V.4.3. gegeven overzicht van de rechtspraak met betrekking tot de rechtsgeldigheid van de uitgifte van preferente beschermingsaandelen blijkt dat een dergelijke vordering weinig kans van slagen heeft. De overnemer staan nog verschillende andere juridische instrumenten ten dienste om druk uit te oefenen op de bedreigde vennootschap. Hierbij kan gedacht worden aan het - al dan niet na een voorlopig getuigenverhoor - in rechte vorderen van vernietiging van andere besluiten van de organen van de bedreigde vennootschap, het via rechterlijke machtiging bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders teneinde van het bestuur inlichtingen te verkrijgen (art. 110 en 107) en het indienen van een verzoek tot enquête (art. 345). Ook hier kan gesteld worden dat de kans op succes niet hoog ingeschat moet worden. Voorts dient de overvaller of onvriendelijke overnemer er rekening mee te houden dat een constante stroom van juridische procedures het imago en daarmee de winstgevendheid van de vennootschap geen goed zal doen, hetgeen ook ten detrimente is van de overvaller of onvriendelijke overnemer in zijn hoedanigheid van groot-aandeelhouder van de vennootschap. Overigens kan de overnemer afhankelijk van het gegeven of hij over certificaten of aandelen beschikt en zijn totale bezit aan aandelen ten opzichte van het gehele geplaatste kapitaal mogelijk bepaalde belangrijke besluiten waarvoor de wet of de statuten een versterkte meerderheid voorschrijven, blokkeren.

Kamphuisen*⁵⁰, sprekend over het feit dat prioriteitsaandelen niet mogen worden gebruikt om te trachten de teugels in handen te houden indien blijkt dat het bestuur blijvend het vertrouwen van de aandeelhouders heeft verloren, merkt op dat het onmogelijk is op den duur een vennoot-

50) Kamphuisen, P.W., Prioriteitsaandelen en de wijze om deze in de hand te houden, NV 29, blz. 82.

schap te besturen, indien de aandeelhouders zich in meerderheid (of met een working majority) blijvend en energiek tegen de leiding verzetten. Een vergelijkbare situatie doet zich voor bij een geslaagde overval of een geslaagd onvriendelijk bod op een beschermde vennootschap. De overnemer beschikt weliswaar, anders dan in het door Kamphuisen genoemde geval, niet over een meerderheid (of een working majority) van de stemmen, maar wel over een meerderheid in de vorm van de hiervoor genoemde economische macht. Schaafsma^{*51} vraagt zich in dit verband af of in een dergelijk geval de bestuursleden van de stichting die aandelen houdt, jaar in jaar uit, voorbij kunnen gaan aan redelijke wensen die de overnemer naar voren brengt. Het lijkt Schaafsma niet onwaarschijnlijk dat in een dergelijk geval de overnemer in feite een invloed verkrijgt die overeenkomt met de zeggenschap die hij bij afwezigheid van een beschermingsconstructie zou kunnen uitoefenen. Ik ben het met Schaafsma eens, zij het met de aantekening dat er wel enige tijd over heen kan gaan alvorens de overnemer genoemde zeggenschap daadwerkelijk verkrijgt^{*52}.

Concluderend kan worden gesteld dat beschermingsmiddelen en -constructies in het algemeen wel effectief zijn in die gevallen waarin een overnemer met het oog op zijn eigen belang op korte termijn invloed in de bedreigde vennootschap wil verwerven. Of, zoals Schaafsma^{*53} het treffend uitdrukt: 'Met name kunnen beschermingsconstructies personen 'buiten de deur houden' die, zonder voldoende eigen middelen, zich meester willen maken van een vennootschap om die op korte termijn op enige wijze te gelde te maken, ten eigen bate en met verontachtzaming van gerechtvaardigde belangen van anderen'.

Indien echter de overval of de onvriendelijke overname gebaseerd is op een wel doordacht en constructief plan, waarin ook rekening is gehouden met alle bij de over te nemen vennootschap betrokken belangen, en de overnemer voorts bereid is voor het bereiken van zijn doel voldoende tijd uit te trekken, dan zullen beschermingsmiddelen en -constructies de bedreigde vennootschap slechts in beperkte mate kunnen helpen^{*54}. Onder die omstandigheden maakt het mijns inziens niet uit of de bedreigde vennootschap slechts een enkelvoudige bescherming kent, twee of meer, al dan

51) Schaafsma, J.R., Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 82. Zie in dit verband ook Buys, C.D., Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 235; Bloemarts, J.C.M.G., Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 57.

52) In het kader van het onvriendelijke openbare bod van Elsevier N.V. op Kluwer N.V. heeft W.J. Slagter, commissaris van Elsevier, in dit verband een termijn genoemd van vijf jaar; FD 21 juli 1987.

53) Schaafsma, J.R., Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 83.

54) In dezelfde zin Honée, H.J.M.N., Beschermingsconstructies (het Groninger congres over beschermingsconstructies) NV 66, blz. 158. Zie in dit verband ook Van Mourik, M.J.A., Verwikkelingen rond aandelen, WPNR 5877, blz. 325.

IX. REGLEMENTERING

niet tijdelijke of permanente, beschermingen heeft of zoals dit in het jargon van de overname-specialisten wordt genoemd 'volledig is dichtgetimmerd'. Het beste dat in geval van een overval of een onvriendelijke overname*⁵⁵ met beschermingsmiddelen en -constructies bereikt kan worden, is, dat het bestuur van de bedreigde vennootschap tijd en ruimte krijgt om te onderzoeken of het plan van de overnemer inderdaad in het belang van de bedreigde vennootschap en alle daarbij betrokkenen is, en zo niet, of er wellicht een andere kandidaat ('white knight') is die wel aan de door de bedreigde vennootschap voor overnemers gehanteerde profielschets beantwoordt en ook bereid is een vriendelijk en aantrekkelijker bod op de bedreigde vennootschap uit te brengen, dan wel dat door het bestuur van de bedreigde vennootschap voor de vennootschap en alle daarbij betrokkenen een acceptabele regeling met de overnemer (meerderheidsaandeelhouder) getroffen kan worden*⁵⁶.

IX.3. De verschillende standpunten

IX.3.1. Inleiding

In juli 1985 kondigde de VvdE aan dat zij besloten had een onderzoek in te stellen naar de beveiligingsconstructies die tal van Nederlandse ondernemingen in de afgelopen jaren hadden bedacht om zich eventuele overvallers van het lijf te houden. Het onderzoek zou volgens de VvdE in eerste aanleg een inventariserend karakter dragen; bekeken zou worden of er aanleiding zou zijn de regels bij te stellen die de VvdE hanteert om grenzen te stellen aan zulke beschermingsmaatregelen. Aanleiding voor het onderzoek, waaraan de VvdE in haar jaarverslag 1985 een beschouwing zou wijden, vormde, volgens perspublicaties in die tijd*⁵⁷, de statutenwijziging waarmee N.V. Beleggingsmaatschappij Wereldhave zich in 1983 trachtte te beschermen tegen een bod van de Stichting Pensioenfonds voor de gezondheid, geestelijke en maatschappelijke belangen (PGGM)*⁵⁸. Voordat het jaarverslag 1985 van de VvdE verscheen en daarmee algemene bekendheid werd gegeven aan de in het vooruitzicht gestelde beschouwing, werd door de VvdE bij circulaire medegedeeld*⁵⁹ dat het bestaan van zeer vergaande beschermingsconstructies bij enige op de officiële markt genoteerde fondsen niet impliceert, dat de VvdE even vergaande beschermingsconstructies nog steeds als aanvaardbaar zou beoordelen, wanneer een dergelijk voorstel aan haar zou worden voorgelegd. Wij passen ons in dat

55) Behalve ten aanzien van overvallen en onvriendelijke overnemingen hebben beschermingsmiddelen en -constructies dikwijls ook nog andere functies; zie hierover paragraaf III.1.

56) Zoals kennelijk is geschied door Tapijtfabriek H. Desseaux N.V. met Deutsche Linoleum Werke; zie hierover bijlage 2 nr. 48.

57) FD 11 juli 1985.

58) Zie Bijlage 2, no. 39 en 44.

59) Circulaire van januari 1986

opzicht aan aan zich wijzigende maatschappelijke opvattingen, aldus de VvdE*60.

Het jaarverslag 'De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985' bevatte de toegezegde beschouwing onder de titel 'De Aandeelhouder, Beschermingsconstructies en de Effectenbeurs'*61. Hierin werd, na belichting van enkele achtergronden, na het uitspreken van de mening dat de belangen van de effectenhandel eisen dat een overname een ordelijk verloop heeft, en na een uiteenzetting van enkele veel gebruikte beschermingsconstructies en het standpunt van de VvdE daaromtrent, medegedeeld dat een afzonderlijk punt van aandacht vormde de cumulatie*62 van beschermingsconstructies. Aan het slot van het artikel werd vermeld dat de VvdE het voornemen had om een commissie te benoemen bestaande uit vertegenwoordigers van leden en enkele deskundige buitenstaanders om over de materie te adviseren. De VvdE zou vervolgens haar nader te bepalen standpunt neerleggen in een richtlijn die zij zou publiceren*63.

IX.3.2. Rapport van de Commissie Van der Grinten

IX.3.2.1. Inleiding

Overeenkomstig de in haar jaarverslag 'De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985' gedane aankondiging heeft de VvdE in december 1986 een Commissie Beschermingsconstructies ingesteld onder voorzitterschap van Prof. Mr

60) Het is overigens de vraag of de maatschappelijke opvattingen in 1985/1986 wel gewijzigd waren in de door de VvdE aangegeven richting. In die tijd bestonden ook wel indicatoren die op een wijziging in de tegenovergestelde richting duiden, zie: Amerikaanse overvalpraktijken bij bedrijven, overname schokt Italië, NRC-Handelsblad 11 juli 1985. Overigens heeft de circulaire van de VvdE in de eerste helft van 1986 in de vennootschapspraktijk voor (de) (on)nodige verwarring gezorgd. De circulaire is, voorzover mij bekend, alleen verstuurd aan de Hoofden van de Afdelingen Emissies en Syndicaten van de banken (bedrijfsleden van de VvdE); verder is nauwelijks of geen bekendheid aan het bestaan van de circulaire gegeven. Deze naar mijn mening gebrekkige voorlichting heeft er toe geleid dat in die tijd bij enkele vennootschappen in kringen van bestuurders, commissarissen en juridische adviseurs onduidelijkheid en verwarring is ontstaan omtrent de vraag of statutenwijzigingen welke ter hand werden genomen dan wel uitgevoerd werden na de datum van de mededeling en die voorheen wel door de VvdE goedgekeurd zouden zijn, wel of niet goedgekeurd zouden worden. Ik zou in het belang van alle betrokkenen willen bepleiten dat de VvdE standpuntwijzigingen van enig belang voor de praktijk zo spoedig mogelijk in vakkringen bekend maakt. Vgl. de procedures ten aanzien van standpuntwijzigingen bij het departementale toezicht bij oprichting en statutenwijziging.

61) De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, blz. 25 e.v., ook afzonderlijk uitgegeven als tweede publicatie in de zgn. 'coupure'-reeks.

62) In dit verband wordt ook wel gesproken over 'dubbele of meerdere sloten'

63) De Amsterdamse Effectenbeurs in 1985, blz. 29.

IX. REGLEMENTERING

W.C.L. van der Grinten^{*64}. Deze Commissie Van der Grinten had de opdracht om de VvdE te adviseren over het door haar te voeren beleid ten aanzien van beschermingsconstructies, toegepast door vennootschappen waarvan aandelen of certificaten van aandelen ter beurse worden genoteerd.

In de slotbeschuwing^{*65} van het op 26 november 1987 door de Commissie Van der Grinten uitgebrachte rapport^{*66} beveelt de Commissie aan de VvdE een terughoudend beleid aan ten aanzien van de in de huidige praktijk voorkomende beschermingsconstructies. De verantwoordelijkheid voor het instellen of aanvaarden van beschermingsconstructies ligt primair bij het bestuur en de aandeelhoudersvergadering van de genoteerde vennootschap. De VvdE heeft in deze een beperkte taak. Het beleid dat de VvdE tot dusver heeft gevoerd, is naar het inzicht van de Commissie in het algemeen juist en evenwichtig.

IX.3.2.2. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

In het rapport wordt aandacht besteed aan de verschillende beschermingsmiddelen en -constructies.

(a) preferente beschermingsaandelen

De Commissie oordeelt in meerderheid^{*67}, dat de door de VvdE overwogen beleidswijzigingen ten aanzien van preferente beschermingsaandelen, waarbij de uitgifte tot een hoger bedrag dan de helft van het geplaatste gewone aandelenkapitaal aan een afzonderlijke goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders dient te worden onderworpen, niet wenselijk zijn, omdat aldus de effectiviteit van de aan de uitgifte van de preferente aandelen te onttlenen bescherming ernstig verzwakt wordt. Een minderheid van de Commissie bepleit^{*68} een beperking van de mogelijkheid tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen, zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders, tot 50% van het geplaatste gewone aandelenkapitaal. De Commissie acht het wel wenselijk dat bij het gebruik van preferente beschermingsaandelen als beschermingsmiddel openheid en openbaarheid worden betracht. In dit ver-

64) Samenstelling van de Commissie: Prof. Mr W.C.L. van der Grinten (voorzitter), Mr J.C.M.G. Bloemarts, Mr D.C. Buijs, Mr H.H. Foppe, Drs J.H. Goris, Mr P.C. van den Hoek, A. Jiskoot, Prof. Dr P. Korteweg, Mr Drs H. Langman, Mr H.J. van Leeuwen, Drs R.B. Lenterman, Mr R. van der Vlist, Mr W. Westbroek, Mr P.S. Zwart en Drs L. van Zwol.

65) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 25.

66) Een samenvatting van het rapport is gepubliceerd in NJB 1988, blz. 31 en 32 en in het Rapport van de VvdE, blz. 3 en 4. Zie ook Maeijer, J.M.M., Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB 1988, blz. 517.

67) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 18.

68) Minderheid van de Commissie: Mr H.M. Foppe, Drs J.H. Goris, Mr P.C. van den Hoek, A. Jiskoot, Prof. Dr P. Korteweg en Mr P.S. Zwart.

band noemt de Commissie*⁶⁹ onder andere het in de toelichting bij het aan de algemene vergadering van aandeelhouders voorleggen van bepaalde besluiten ten aanzien van preferente beschermingsaandelen (mogelijkheid tot uitgifte en machtiging tot uitgifte) uitdrukkelijk en duidelijk vermelden van het karakter van deze aandelen, alsmede het na uitgifte of het verlenen van een optie tot het verkrijgen van deze aandelen houden van een algemene vergadering van aandeelhouders voor het geven van een toelichting omtrent het concrete doel van de uitgifte. Teneinde een evenwichtig gebruik van de mogelijkheid van uitgifte van preferente beschermingsaandelen te bevorderen acht de Commissie het voorts gewenst dat een uitgifte van preferente beschermingsaandelen door een ander orgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders slechts mogelijk is op voorstel van of na goedkeuring van de raad van commissarissen, voorzover de vennootschap een raad van commissarissen heeft*⁷⁰.

(b) cumulatie

De Commissie is van oordeel*⁷¹, dat de VvdE niet afwijzend moet staan tegen een combinatie van beschermingsconstructies (prioriteitsaandelen, preferente beschermingsaandelen, certificering (X%-regeling), beperking van het aantal uit te brengen stemmen en gemeenschappelijk bezit-constructie), waarbij de hiervoor bedoelde minderheid ervan uitgaat dat de in de vorige sub-paragraaf (a) bedoelde beperking van de mogelijkheid tot uitgifte van preferente aandelen geldt.

(c) besturen van de stichting die de preferente beschermingsaandelen houdt en het administratiekantoor

Naar het oordeel van de Commissie dient de onafhankelijkheid van een meerderheid van het bestuur van de stichting die de preferente aandelen houdt en de onafhankelijkheid van het administratiekantoor tegenover de genoteerde vennootschap te worden bevorderd*⁷². Deze besturen moeten niet aan de leiband van het bestuur van de vennootschap lopen. Voldoende onafhankelijkheid zou de Commissie niet willen aannemen van personen die directeur of commissaris van de vennootschap zijn geweest en ook niet van personen die tot het personeel van de vennootschap behoren of hebben behoord. Ook meent de Commissie dat de externe accountants, de juridische adviseur of een andere adviseur van de vennootschap niet als onafhankelijk lid zitting behoort te hebben in het bestuur van de stichting. Van gewezen adviseurs van de vennootschap zou de Commissie wel voldoende onafhankelijkheid willen aannemen. De Commissie stelt voor de namen van de bestuurders telkenjare te vermelden in het jaarverslag van de onderneming.

69) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 20.

70) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 18 en 19; zie ook paragraaf V.4.4.3.

71) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 23 en 25.

72) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 19, 20 en 22.

IX. REGLEMENTERING

(d) 'crown jewel'-constructies

De Commissie adviseert^{*73} de VvdE de vraag ten aanzien van de toelaatbaarheid van constructies waarbij - kort gezegd - aandelen in een aantal belangrijke werkmaatschappijen worden overgedragen aan een sub-holding en ten aanzien van de sub-holding beschermingsvoorzieningen worden toegepast waardoor de zeggenschap van de holding over de sub-holding wordt aangetaast^{*74}, aan het oordeel van de rechter over te laten. De Commissie adviseert de VvdE voorts voor te schrijven dat van de invoering van de hierbedoelde constructies tegen niet-minnelijke overnemingen door de vennootschap onverwijld een openbare mededeling wordt gedaan.

(e) meldingsplicht voor houders van participaties van een bepaalde omvang

De Commissie, refererend aan de invoering van een bepaalde vorm van meldingsplicht voor houders van participaties van een zekere omvang, zoals in een ontwerp richtlijn van de Europese Gemeenschap is voorgesteld^{*75}, geeft de VvdE in overweging^{*76} te bevorderen dat van overheidswege aan de invoering van een meldingsplicht aandacht wordt gegeven.

(f) verkregen rechten

Met betrekking tot beschermingsconstructies die in het verleden door de VvdE bij bepaalde genoteerde vennootschappen zijn aanvaard en die niet in overeenstemming zijn met het in de toekomst door de VvdE te voeren beleid - waarbij in het bijzonder gedacht wordt aan niet-royeerbare certificaten - is de Commissie van oordeel dat de VvdE, mede gelet op het bij betrokkenen opgewekte vertrouwen, niet kan terugkomen op eerder ingenomen standpunten^{*77}.

De Commissie stemt in^{*78} met het voornemen van de VvdE om over de gehele materie een duidelijke richtlijn te publiceren.

IX.3.3. Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies

IX.3.3.1. Inleiding

Na het verschijnen van het Rapport van de Commissie Van der Grinten heeft de VvdE op 4 maart 1988 een rapport gepubliceerd, waarin zij haar stand-

73) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 23.

74) Zie hierover paragraaf IV.3.2.

75) Zie hierover paragraaf VIII.8.

76) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 26.

77) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 27.

78) Rapport van de Commissie Van der Grinten, blz. 26.

punt inzake de toepassing van beschermingsconstructies uiteenzet.

Het standpunt van de VvdE gaat op een aantal fundamentele onderdelen verder dan de aanbevelingen van de Commissie Van der Grinten. In plaats van een korte samenvatting van het Rapport van de VvdE te geven^{*79}, is het zinvoller hier een kort overzicht te geven van de standpunten van de VvdE voorzover deze afwijken van de aanbevelingen van de meerderheid van de Commissie Van der Grinten. Deze afwijkingen hebben in hoofdzaak betrekking op de onderdelen die hieronder ter sprake komen. Eerst zullen door mij nog enkele inleidende opmerkingen worden gemaakt. Vervolgens komen de verschillende beschermingsmiddelen en -constructies aan de orde en tot slot enkele punten ten aanzien van de omvang van het gebruik en de toepassing van de aan te passen reglementering^{*80}.

De VvdE^{*81} stelt bij haar beoordeling van beschermingsconstructies het belang van een efficiënte functionering van de nationale kapitaalmarkt centraal, waarbij zij de marktpartijen terzake zoveel mogelijk procedurele duidelijkheid wil verschaffen ter bevordering van een 'fair and orderly' markt, terwijl de Commissie Van der Grinten de opvatting huldigt dat de verantwoordelijkheid voor het instellen of aanvaarden van beschermingsconstructies primair ligt bij het bestuur en de aandeelhoudersvergadering van de genoteerde vennootschap.

Een beschermingsconstructie kan naar het oordeel van de VvdE in het geval van pogingen tot onvriendelijke overname dienen als instrument door middel waarvan ten behoeve van het bestuur van de onderneming ruimte kan worden gecreëerd voor een zorgvuldige afweging van de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen, waaronder aandeelhouders. Anders dan de Commissie Van der Grinten neemt de VvdE het standpunt in dat de ondernemersleiding zich niet verdergaand zou mogen beschermen dan met het oog op deze functie noodzakelijk is. Een verdergaande bescherming wijst de VvdE af. Deze belemmert naar het oordeel van de VvdE de concurrerende werking van de markt en bemoeilijkt de vergelijking van de marktwaarde en het marktrendement ten opzichte van concurrerende ondernemingen in de bedrijfstak, hetgeen veelal leidt tot een beperkte aandacht hiervoor bij bestuur en commissarissen. Deze factoren schaden volgens de VvdE de resultaten, het koersniveau van de aandelen en daarmee de financie-

79) Een samenvatting van dit rapport is gepubliceerd in NJB 1988, blz. 380. Zie ook Maeijer, J.M.M., Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB 1988, blz. 517 en 518.

80) Gelet op de op 5 jan. 1989 tussen de VvdE en de VEUE bereikte overeenstemming over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsmiddelen en -constructies (zie hierover paragraaf IX.3.5. en IX.4.) komt het mij niet opportuun voor, na al hetgeen daarover reeds in de literatuur is opgemerkt, ook hier nogmaals in te gaan op de juridische merites van de afwijkende standpunten in het Rapport van de VvdE ten opzichte van de aanbevelingen van het Rapport van de Commissie Van der Grinten. In de paragraaf over bijlage X van het Fondsenreglement (paragraaf IX.4.4.) zullen voorzover de daarin opgenomen bepalingen afwijken van de aanbevelingen van de meerderheid van de Commissie Van der Grinten hierover enkele opmerkingen worden gemaakt.

81) Rapport van de VvdE, blz. 27

ringscondities van de betrokken genoteerde vennootschappen. Bovendien kunnen op deze wijze naar de mening van de VvdE waardevolle combinaties geblokkeerd worden. Voorts dienen naar het oordeel van de VvdE de aandeelhouders in de gelegenheid te worden gesteld om als kapitaalverschaffers van de vennootschap terzake van fusies en overnemingen waarbij zij zijn betrokken hun eigen belangenafweging te maken.

Ter vermindering van een 'beursoverval' pleit de VvdE voor een verplichte openbare melding door de aandeelhouder bij het bereiken van een pakket van nader te bepalen omvang, waarbij door de VvdE gedacht wordt aan een grens van ten hoogste 20% van het uitstaande kapitaal.

Voor het geval tussen de bij overname betrokken partijen conflicten mochten ontstaan, geeft de VvdE in overweging hiertoe de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam als gespecialiseerde rechter aan te wijzen.

IX.3.3.2. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

Ten aanzien van de toelaatbaarheid van de verschillende beschermingsmiddelen en -constructies wijkt het standpunt van de VvdE op de volgende punten af van de aanbevelingen van de Commissie Van der Grinten.

(a) preferente beschermingsaandelen*⁸²

De VvdE neemt met betrekking tot de preferente beschermingsaandelen het minderheidsstandpunt van de Commissie Van der Grinten over, inhoudende dat uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie op deze aandelen) zonder een voorafgaande, voor het specifieke geval verleende, medewerking van de algemene vergadering van aandeelhouders niet verder zal kunnen gaan dan tot 50% van het bedrag der uitstaande gewone aandelen. Voorts is de VvdE van oordeel dat de looptijd van de geplaatste aandelen beperkt moet blijven tot een periode van één, ten hoogste twee jaar.

Preferente beschermingsaandelen zullen slechts mogen worden geplaatst bij een stichting. De doelomschrijving van deze stichting zal moeten inhouden: 'Het behartigen van de belangen van de vennootschap en alle daarbij betrokkenen'. Niet langer zal worden toegelaten een doelomschrijving welke ziet op het handhaven van de eigen identiteit van de betrokken vennootschap.

(b) certificering*⁸³

Ten aanzien van beperkt royeerbare certificaten (X%-regeling) neemt de VvdE het standpunt in dat de voorwaarden van het administratiekantoor dat de aandelen houdt een bepaling zullen moeten bevatten die als norm voor het stemgedrag van het administratiekantoor voorschrijft: 'de behartiging

82) Rapport van de VvdE, blz. 13 e.v.

83) Rapport van de VvdE, blz. 17 e.v.

van de belangen van certificaathouders'.

Voorts wordt door de VvdE overwogen om het administratiekantoor te verplichten om van het voornemen om van het stemrecht gebruik te maken, vóóraf kennis te geven, waarbij tevens zal moeten worden gepubliceerd in welke richting het bestuur van het administratiekantoor voornemens is te stemmen.

(c) besturen van de stichting die de preferente beschermingsaandelen houdt en het administratiekantoor*84

De VvdE is van oordeel dat ook voormalige externe accountants, juridische adviseurs en andere adviseurs niet geacht kunnen worden in voldoende mate onafhankelijk te zijn. Behalve de in het Rapport van de Commissie Van der Grinten genoemde namen van de personen die zitting hebben in het bestuur van de stichting die de preferente beschermingsaandelen houdt en het administratiekantoor zullen ook de belangrijkste functies van de betreffende personen in het jaarverslag van de betrokken vennootschap moeten worden gepubliceerd. Bovendien zal bedoelde publicatie steeds ook de verklaring moeten bevatten welke inhoudt, dat naar het gezamenlijk oordeel van de betrokken vennootschap en de respectieve besturen aan de op het punt van de onafhankelijkheid gestelde eisen is voldaan.

(d) prioriteitsaandelen*85

Evenals bij de besturen van de stichting die de preferente aandelen houdt en het administratiekantoor zullen ook hier behalve de namen, de belangrijkste functies*86 van de natuurlijke personen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de wijze waarop van het aan de prioriteitsaandelen toekomende stemrecht gebruik gemaakt wordt, telkenjare in het jaarverslag van de uitgevende instelling moeten worden vermeld.

(e) 'poison pill' en 'crown jewel'-constructies*87

De VvdE stelt zich op het standpunt dat het toepassen van constructies welke bekend staan onder de namen 'poison-pill' en 'crown jewel' niet kan worden toegestaan gedurende de periode waarin een bod uitstaat.

IX.3.3.3. Omvang van het gebruik en de aan te passen reglementering

Ten aanzien van de omvang van het gebruik en de aan te passen reglementering wijkt het standpunt van de VvdE op de volgende punten af van de aanbevelingen van de Commissie Van der Grinten.

84) Rapport van de VvdE, blz. 15 en 18.

85) Rapport van de VvdE, blz. 20 en 21

86) Art. 392 lid 3 stelt deze eis niet

87) Rapport van de VvdE, blz. 22.

(a) cumulatie*88

In de paragraaf over de cumulatieve beschermingsconstructies wordt door de VvdE onderscheid gemaakt tussen enerzijds de in tijd en omvang beperkte preferente beschermingsaandelen en anderzijds de beschermingsconstructies welke een permanent karakter hebben. Tot de laatste categorie rekent de VvdE: de certificering, de stemrechtbeperking, de gemeenschappelijk bezit-constructie en prioriteitsaandelen.

Het standpunt van de VvdE over het cumulatief gebruik van beschermingsconstructies houdt in dat voor nieuw tot de officiële markt toe te laten vennootschappen, evenals voor wijziging van de bescherming van reeds genoteerde vennootschappen, een beleid zal worden gevoerd, op grond waarvan steeds slechts één van de beschermingsconstructies met een permanent karakter zal mogen worden gehanteerd naast preferente beschermingsaandelen. De toepassing van deze regel op reeds genoteerde vennootschappen die boven deze norm uitgaan zal worden uitgesteld totdat hierover in het kader van de onder letter c te noemen studie een besluit is genomen.

b. parallelmarkt*89

In afwijking van het advies van de Commissie Van der Grinten - waarin bepleit wordt om voor de op de parallelmarkt genoteerde vennootschappen dezelfde normen te stellen als voor de op de officiële markt genoteerde vennootschappen - zal door de VvdE voor toelating op de parallelmarkt met soepeler richtlijnen genoegen worden genomen, welke richtlijnen nader zullen worden uitgewerkt.

(c) nadere studie*90

De VvdE acht een nadere studie gewenst naar de wenselijkheden en mogelijkheden op het gebied van de beschermingsconstructies met een permanent karakter en de hantering van 'poison-pills' en 'crown jewels'.

(d) implementatie*91

De VvdE streeft ernaar dat alle beursvennootschappen uiterlijk op 1 januari 1991 aan de aangepaste richtlijnen voldoen en is voornemens om hier toe in goed overleg met de betrokkenen nadere afspraken te maken. Met een beperking van de cumulatieve constructie wordt voor reeds genoteerde vennootschappen gewacht op de resultaten van de hiervoor genoemde studie.

IX.3.4. Van verschillende zijden gedane voorstellen

Behalve de aanbevelingen van de Commissie Van der Grinten en de standpunten van de VvdE zijn ook van andere zijden ideeën aangedragen en voorstellen gedaan over de wijze waarop de bestaande regelgeving met

88) Rapport van de VvdE, blz. 23, paragraaf 7.

89) Rapport van de VvdE, blz. 23 en 24.

90) Rapport van de VvdE, blz. 12.

91) Rapport van de VvdE, blz. 24.

betrekking tot (onvriendelijke) overnemingen en de hantering van beschermingsmiddelen en -constructies verbeterd zou kunnen worden.

Zo signaleert Den Boogert^{*92} de negatieve effecten van de tijdsdruk van het huidige art. 4 van het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 in geval van een 'onvriendelijk' openbaar bod. Hij stelt voor aanvullende procedureregels te stellen, die zowel de gewenste gelijkheid van informatie op de aandelenmarkt bewerkstelligen, als royaal ruimte geven voor gesprekken tussen de besturen van de betrokken vennootschappen. Dit is mijns inziens een nuttige suggestie. Het is de vraag of hetzelfde gezegd kan worden ten aanzien van een voorstel voor regelgeving voor een partieel bod. Den Boogert ziet daar voordelen in^{*93}. Zijn verwachting is dat introductie van een partieel bod, al dan niet via een 'tender', de werking van de aandelenmarkt en daarmee het koersniveau zal verbeteren. Een substantiële minderheidsdeelneming kan naar zijn mening tevens een kader vormen voor overleg tussen de besturen van de betrokken vennootschappen, waarbij onnodige escalatie in de onderlinge verhoudingen wordt voorkomen. Ik betwijfel ten eerste of dit het geval zal zijn. Gelet op het absenteïsme in Nederland van aandeelhouders op aandeelhoudersvergaderingen zal een substantiële minderheid naar mijn mening een zekere mate van zeggenschap in de betrokken vennootschap betekenen^{*94}, tenzij - om in de terminologie van Den Boogert^{*95} te blijven - een sluimerend beschermingsmiddel, zijnde de uitgifte van preferente beschermingsaandelen, in stelling wordt gebracht. Dit beschermingsmiddel zal hoogst waarschijnlijk juist aanleiding geven tot escalatie. Anders zou dit kunnen zijn indien het opkomst percentage van aandeelhouders op algemene vergaderingen van aandeelhouders hoger zou zijn, zoals dikwijls in de Verenigde Staten van Amerika het geval is vanwege de aldaar gehanteerde proxy solicitation. Voorts moet niet uit het oog worden verloren dat in de Verenigde Staten van Amerika, waar een partieel (tender)bod is toegestaan, een aantal beschermingsmiddelen juist ontwikkeld is als reactie op een partieel bod dat gevolgd wordt door een tweede minder aantrekkelijk bod ('two-tier acquisitions')^{*96}. Het op 22 december 1988 door de Europese Commissie aangenomen voorstel voor een richtlijn betreffende de openbare aanbidding tot aankoop of ruil^{*97} bevat een verbod op

92) Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 55.

93) Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 56. Buys, D.C., Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 239, is ook van mening dat een tender op een gedeelte van de uitstaande aandelen mogelijk zou moeten zijn.

94) Om deze reden is een aandeelhouder in Engeland die meer dan 30 procent van de stemgerechtigde aandelen verkrijgt, verplicht een bod op alle overige aandelen te doen; zie hierover paragraaf VIII.3.3.

95) Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 43.

96) Zie hierover paragraaf VIII.2.2. Voor de situatie in Engeland zie paragraaf VIII.3.3. onder letter (i) Rule 36 ('partial offers').

97) Zie hierover paragraaf VIII.8.

biedingen op een deel van de aandelen van de over te nemen vennootschap. Indien iemand een belang verkrijgt van 30 procent in een vennootschap dient hij zelfs een bod uit te brengen op de overige aandelen^{*98}. De conclusie die uit het voorgaande getrokken kan worden is dat aan een partieel bod meer facetten verbonden zijn dan zo op het eerste gezicht lijkt.

Van Schilfgaarde^{*99} geeft in overweging om in de wet vast te leggen dat een openbaar bod op aandelen niet mag worden uitgebracht zonder voorafgaande toestemming van de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam. De ondernemingskamer kan in de visie van Van Schilfgaarde partijen - daaronder begrepen de ondernemingsraad en de algemene vergadering van aandeelhouders van de over te nemen vennootschap - hun oordeel over de overname laten geven, termijnen vaststellen, zonodig een afkoelingsperiode gelasten en mogelijk geschillen over de toepassing van beschermingsconstructies voorkomen. Steinvoot^{*100} schrijft in zijn verslag over het Groninger congres over 'Aandelen' zich te kunnen voorstellen dat het hiervoor genoemde voorstel van Den Boogert over de aanvullende procedureregels van art. 4 van het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 en dit voorstel van Van Schilfgaarde zodanig worden gecombineerd dat de gehele materie wordt geregeld in het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975, waarbij de fusiecommissie dan een scheidsrechtersrol krijgt toebedeeld.

Glasz^{*101} daarentegen bepleit om in het S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975 op te nemen dat geen openbaar bod mag worden uitgebracht wanneer het bestuur van de over te nemen onderneming het voorstel gemotiveerd afwijst, behoudens een beroep van de overnemer op een instantie, die in een speedprocedure toetst of de zich verwerende bestuurder in redelijkheid op grond van het ondernemingsbelang tot zijn afwijzend besluit kon komen. Voor de rol van de onpartijdige beoordelaar denkt Glasz aan de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam.

Met Slagter^{*102} ben ik het eens dat aan de hiervoor genoemde oplossingen het bezwaar kleeft dat de ondernemingskamer van het gerechtshof een haar voorgelegd fusieplan te veel vanuit een juridische optiek zal bezien, doch ook aan de door Slagter voorgestelde preventieve materiële

98) Vgl. Rule 9 ('mandatory offers') in Engeland; zie hierover paragraaf VIII.3.3. onder letter (d).

99) Van Schilfgaarde, P., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 32.

100) Steinvoot, H.J., Het Congres 'Aandelen', TVVS, blz. 193.

101) Glasz, J.R., Halen beschermingsconstructies 1992?, TVVS 1988, blz. 168.

102) Slagter, W.J., Macht en onmacht van de aandeelhouder; beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnemingen, Diëtrede Erasmus Universiteit Rotterdam, 8 nov. 1988, blz. 45 en 46.

fusiecontrole kleven naar mijn mening bezwaren. Slagter stelt voor fusies of overnemingen die een bepaalde omvang te boven gaan, te onderwerpen aan een preventieve materiële fusietoetsing door een commissie van gemengde samenstelling (publiek en privaat), die zowel bedrijfseconomische als macro-economische aspecten en het mededingingsbeleid in haar beoordeling zou moeten betrekken. Deze commissie zou volgens Slagter ook de bevoegdheid moeten krijgen om in bepaalde gevallen beschermingsconstructies buiten werking te stellen, en zelfs een door één partij gewenste fusie te gelasten. Ik kan mij niet goed voorstellen dat een commissie als door Slagter bedoeld, kan worden samengesteld, die in staat is over alle aan haar voorgelegde fusieplannen (van bijvoorbeeld spijkerproducenten tot high tech bedrijven en alles wat verder denkbaar is) een terzake kundig en weloverwogen oordeel te vellen, welk oordeel in de zienswijze van Slagter bovendien nog vergaande consequenties kan hebben, en dat dan nog binnen een aanvaardbare termijn*103.

IX.3.5. Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen

Bij notariële akte van 2 mei 1988 is door een twintigtal beursvennootschappen opgericht de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO)*104, gevestigd te Rotterdam. Het doel van de vereniging is het behartigen van de belangen van de aan de officiële markt van de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde ondernemingen. Het streven van de VEUO is gericht op het goed functioneren van de kapitaalmarkt, maar ook op een regelgeving waarin met de belangen van de ondernemingen voldoende rekening wordt gehouden. De VEUO - waarvan eind december 1988 inmiddels 70 beursgenoteerde vennootschappen, tezamen vertegenwoordigende ongeveer 90% van de marktwaarde van de Amsterdamse Effectenbeurs*105 lid zijn geworden - is de belangrijkste gesprekspartner*106 geworden van de VvdE omtrent de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies.

103) Zie over het voorstel-Slagter ook Maeijer, J.M.M., 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap, NV 67, blz. 8.

104) FD 3 mei 1988. De oprichters waren: Koninklijke Ahold N.V., Akzo N.V., N.V. Koninklijke Distilleerderijen Erven Lucas Bols, N.V. Centrale Suiker Maatschappij, Grasso's Koninklijke Machinefabrieken N.V., Heineken N.V., Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken N.V., Internatio-Müller N.V., Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V., Koninklijke Nedlloyd Groep N.V., Océ-van der Grinten N.V., Van Ommeren Ceteco N.V., Pakhoed Holding N.V., Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken N.V., N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij, N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandeelen Philips' Gloeilampenfabrieken, Verenigde Machinefabriek Stork N.V., Unilever N.V., N.V. Verenigd Bezit VNU en Koninklijke Wessanen N.V.

105) FD 31 dec. 1988.

106) De VvdE heeft ook in de maanden mei en juni 1988 drie bijeenkomsten georganiseerd, waarbij een informatie-uitwisseling heeft plaatsgevonden tussen enerzijds de genoteerde ondernemingen en anderzijds de VvdE. Daarnaast heeft ook nog overleg plaatsgevonden met vele andere belanghebbenden, waaronder de Vereniging van Effectenbezitters.

Van de zijde van de VEVO bestaat bezwaar tegen de hiervoor opgesomde standpunten van de VvdE welke verder gaan dan de aanbevelingen van de meerderheid van de Commissie Van der Grinten. Bij de leden van de VEVO geniet de algemene visie van de Commissie Van der Grinten brede steun, terwijl ook de aanbevelingen van de meerderheid van de Commissie Van der Grinten voor hen aanvaardbaar zijn. Tussen de VvdE en de VEVO heeft intensief overleg plaatsgevonden, hetgeen op 5 januari 1989 heeft geresulteerd in overeenstemming tussen beide partijen over de door de VvdE gewenste aanpassingen van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsmiddelen en -constructies*107. De aanpassingen zijn vastgelegd in een door de VvdE vastgestelde bijlage X bij het Fondsenreglement*108.

IX.4. Bijlage X bij het Fondsenreglement

De inhoud van bijlage X bij het Fondsenreglement kan worden gesplitst in de volgende drie onderdelen:

1. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies;
2. Invoeringsbepalingen;
3. Beperkte geldigheidsduur.

IX.4.1. Ad 1. De verschillende beschermingsmiddelen en beschermingsconstructies

De bepalingen in bijlage X bij het Fondsenreglement ten aanzien van de verschillende beschermingsmiddelen en -constructies geven de indruk dat zij nagenoeg geheel gebaseerd zijn op de opvattingen zoals deze zijn neergelegd in het Rapport van de Commissie Van der Grinten. De van dit rapport afwijkende - en hiervoor weergegeven - standpunten van de VvdE zijn grotendeels komen te vervallen. De belangrijkste wijzigingen ten opzichte van het Rapport van de Commissie Van der Grinten betreffen de volgende bepalingen:

(a) preferente beschermingsaandelen

Met betrekking tot de uitgifte van preferente beschermingsaandelen (en het verlenen van opties op deze aandelen) is het minderheidsstandpunt van de Commissie Van der Grinten overgenomen, hetgeen betekent dat een genoteerde vennootschap geen besluit mag nemen tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen (of het verlenen van een optie op deze aandelen) zonder voorafgaande, voor het specifieke geval verleende, medewerking van de algemene vergadering van aandeelhouders, indien daardoor een bedrag aan preferente beschermingsaandelen zou komen uit te staan dat groter is dan 50% van het bedrag der uitstaande overige aandelen*109.

107) Gezamenlijke persverklaring van de VvdE en de VEVO d.d. 5 jan. 1989; zie ook FD 6 jan. 1989.

108) Zie omtrent de invoering van deze bijlage paragraaf IX.4.2.

109) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 4.

Preferente beschermingsaandelen kunnen behalve bij stichtingen ook geplaatst worden bij (dan wel overgedragen worden aan of optie-overeenkomsten worden gesloten met) verenigingen en andere rechtspersonen, mits voldaan wordt aan de onafhankelijkheid van het bestuur van deze verenigingen en andere rechtspersonen ten opzichte van de genoteerde vennootschap die de preferente beschermingsaandelen uit geeft*110.

In het jaarverslag en/of de jaarrekening van de genoteerde vennootschap dient te worden vermeld aan wie preferente beschermingsaandelen zijn uitgegeven of overgedragen, respectievelijk met wie overeenkomsten zijn gesloten strekkende tot plaatsing van zodanige aandelen*111.

(b) cumulatie

Een verbod op cumulatie van meer dan twee beschermingsmaatregelen. Onder beschermingsmaatregelen wordt in dit verband verstaan: preferente beschermingsaandelen, prioriteitsaandelen, certificering van aandelen met beperkte roeyementsmogelijkheden (X%-regeling), stemrechtbeperking en gemeenschappelijk bezit-constructies*112.

(c) stichtingen of verenigingen die preferente beschermingsaandelen houden of die fungeren als administratiekantoor

De doelomschrijving en de uitoefening van het stemrecht door stichtingen of verenigingen die preferente beschermingsaandelen houden of die fungeren als administratiekantoor zullen bepaald moeten worden door het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen. Een nadere, niet-limitatieve, opsomming van elementen is toegestaan, mits dit niet alleen de elementen 'zelfstandigheid' en/of 'onafhankelijkheid' betreft*113.

Voormalige vaste adviseurs van de genoteerde vennootschap worden niet als onafhankelijk gekwalificeerd gedurende de eerste drie jaar na beëindiging van hun adviseurschap*114.

De genoteerde vennootschap dient op een lijst te vermelden de functies die de bestuursleden bekleden of hebben bekleed voor zover deze van belang zijn in verband met de vervulling van hun taak en legt deze lijst te haren kantore ter inzage voor aandeelhouders en certificaathouders neer*115.

110) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 2 1

111) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 2 4

112) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 13

113) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 2 3 en 6

114) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 2 2 b onder vi en 7

115) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art 2 4. en 8

IX. REGLEMENTERING

In het jaarverslag en/of de jaarrekening van de genoteerde vennootschap dient een verklaring te worden opgenomen welke inhoudt dat naar het gezamenlijk oordeel van de genoteerde vennootschap en de bestuurders de stichting of vereniging onafhankelijk is van de genoteerde vennootschap*¹¹⁶.

(d) prioriteitsaandelen

In het jaarverslag en/of de jaarrekening van de genoteerde vennootschap dienen de namen gepubliceerd te worden van de natuurlijke personen die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de wijze waarop van het aan de prioriteitsaandelen toekomende stemrecht gebruik gemaakt wordt, terwijl voorts op een lijst de functies die bedoelde natuurlijke personen bekleeden of hebben bekleed, voor zover deze van belang zijn in verband met de vervulling van hun taak vermeld dienen te worden. Deze lijst dient neergelegd te worden ten kantore van de vennootschap ter inzage voor aandeelhouders en certificaaathouders*¹¹⁷. Voorts dient met de publicatie van de namen ook een verklaring gepubliceerd te worden dat naar het gezamenlijk oordeel van de vennootschap en bedoelde natuurlijke personen niet meer dan de helft van het stemrecht met betrekking tot de prioriteitsaandelen, direct of indirect, toekomt aan personen die tevens bestuurders van de vennootschap zijn*¹¹⁸.

IX.4.2. Ad 2. Invoeringsbepalingen

De voorschriften van bijlage X bij het Fondsenreglement treden ingevolge het bepaalde in lid A van de Invoeringsbepalingen in werking op de eerste beursdag van de tweede maand volgend op die waarin het ingevolge art. 1 lid b van de noteringsovereenkomsten vereiste overleg tussen de VvdE en de genoteerde vennootschappen is afgerond*¹¹⁹ en is voldaan aan de voorschriften van de Beschikking Beursnotering 1983*¹²⁰.

De voorschriften van de bijlage zullen gelden:

116) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 2.4. en 8.

117) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 9.

118) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 11.

119) In art. 1 lid b van de noteringsovereenkomsten wordt bepaald dat voor de wijzigingen in het Fondsenreglement, die van wezenlijke invloed kunnen zijn op de noteringsovereenkomst, en niet voortvloeien uit publiekrechtelijke voorschriften, vooraf overleg nodig is tussen de VvdE en de genoteerde vennootschappen; zie De Hoop Scheffer, J.G.N., Rechtspersonen, Effectenverkeer, Model Noteringsovereenkomst aandelen (als bedoeld in art. 3 van het Fondsenreglement).

120) Ingevolge het bepaalde in art. 1 lid 1 van de Beschikking Beursnotering 1983 dienen wijzigingen van het Fondsenreglement vooraf aan de minister van Financiën te worden voorgelegd.

- a. voor nieuw tot de notering op de officiële markt toe te laten vennootschappen*¹²¹, en
- b. voor vennootschappen waarvan effecten met een aandelenkarakter reeds tot de notering op de officiële markt waren toegelaten op de dag van inwerkingtreding van de bijlage, voorzover deze hun bestaande bescherming zouden wensen uit te breiden boven het niveau van de bijlage*¹²².

Voor de onder letter b bedoelde reeds tot de notering op de officiële markt toegelaten vennootschappen geldt indien zij hun bescherming wensen uit te breiden een drietal bijzondere bepalingen:

1. In de statuten kan - binnen de door de wet gestelde grenzen - worden opgenomen dat een ander vennootschapsorgaan dan de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd is om preferente beschermingsaandelen uit te geven tot 100% van het bedrag van de overige geplaatste aandelen, indien er geen andere bescherming bestaat, of alleen in combinatie met prioriteitsaandelen*¹²³.
2. Indien bij de mogelijkheid tot uitgifte van 100% preferente beschermingsaandelen, tot invoering van beperkt royeerbare certificaten (X%-regeling) wordt overgegaan, zal de begrenzing tot 50% preferente beschermingsaandelen eerst gaan gelden, indien 70% van de gewone aandelen is gecertificeerd*¹²⁴.
3. Wanneer de mogelijkheid van uitgifte van preferente beschermingsaandelen wordt gecombineerd met certificaten van gewone aandelen, waarvan de royeerbaarheid is beperkt, zullen de beperkingen van de royeerbaarheid moeten worden opgeheven bij daadwerkelijke uitgifte van preferente beschermingsaandelen boven de grens van 50%*¹²⁵.

Voor wat betreft de toepassing door de VvdE van de bijlage op de individuele vennootschappen is het goed voor ogen te houden dat dit alleen kan indien de betreffende vennootschap daarmede heeft ingestemd. Bij nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen zal dit uiteraard geen probleem opleveren; de bijlage maakt onderdeel uit van het Fondsenreglement waarnaar in de noteringsovereenkomst wordt verwezen. Anders kan dit liggen bij reeds genoteerde vennootschappen; bij deze vennootschappen zal de

121) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepalingen A.

122) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepalingen B(i).

123) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepalingen B(ii).

124) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepalingen B(iii).

125) Bijlage X bij het Fondsenreglement, Invoeringsbepalingen B(iv).

IX. REGLEMENTERING

noteringsovereenkomst moeten worden gewijzigd^{*126}. Iedere genoteerde vennootschap zal voor zich moeten besluiten of zij zich aan bijlage X bij het Fondsenreglement wenst te onderwerpen.

IX.4.3. Ad 3. Beperkte geldigheidsduur

Voor nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen gelden de bepalingen van bijlage X bij het Fondsenreglement tot 1 januari 1992.

Ingevolge lid C van de Invoeringsbepalingen worden per 1 januari 1992 voor alsdan nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen de bepalingen van de bijlage weer verruimd tot het niveau dat geldt voor de op het moment van de inwerkingtreding van de bijlage reeds genoteerde vennootschappen.

De VvdE en de VEVO zijn, volgens het gezamenlijk persbericht^{*127}, overeengekomen 'dat zij een uitvoerige en diepgaande discussie zullen voeren over bescherming in het licht van de nationale en internationale situatie en ontwikkelingen. Op basis van de uitkomsten van deze discussie, die een open karakter zal dragen, zal nader overleg plaatsvinden tussen de besturen van de VvdE en VEVO over een eventuele herziening van de regelgeving. Verwacht wordt dat, onvoorziene omstandigheden voorbehouden, dit overleg voor 1 januari 1992 kan worden afgerond.'

Tot zover de bepalingen van bijlage X bij het Fondsenreglement.

IX.4.4. Enkele opmerkingen

De inhoud van bijlage X bij het Fondsenreglement geeft aanleiding tot het maken van de volgende opmerkingen.

1. In de bepalingen van de bijlage valt op, dat onderscheid gemaakt wordt tussen reeds tot de notering toegelaten vennootschappen en nieuw tot de notering toe te laten vennootschappen. Op grond van deze regeling zullen in de komende jaren tot 1 januari 1992 twee verschillende regimes voor beursvennootschappen gaan gelden. Een groep die in de gelegenheid is geweest zich naar de toenmalige opvattingen volledig te beschermen en een groep die zich slechts in beperkte mate - namelijk met inachtneming van de bepalingen van de bijlage - kan beschermen. Welwillend bezien, zou men kunnen stellen dat door deze regeling de verkregen rechten van de op het moment van inwerkingtreding van de bijlage reeds genoteerde vennootschappen worden geëerbiedigd. Hier doet zich echter de bijzonderheid voor dat de bepalingen van de bijlage na 1 januari 1992 voor de alsdan nieuw tot de notering toe te

126) In de bestaande noteringsovereenkomst zijn de VvdE en de vennootschap immers overeengekomen het Fondsenreglement, zoals dit luidt ten tijde van het tekenen van de overeenkomst, te zullen naleven; zie De Hoop Scheffer, J.G.N., Rechtspersonen, Effectenverkeer, Model Noteringsovereenkomst aandelen (als bedoeld in art. 3 van het Fondsenreglement), art. 1 letter a.

127) Slot van de gezamenlijke persverklaring van de VvdE en de VEVO d.d. 5 jan. 1989.

laten vennootschappen weer worden verruimd tot het niveau dat geldt voor de op het moment van inwerkingtreding van de bijlage reeds genoteerde vennootschappen. Het komt mij voor dat dit een moeilijk te verdedigen regeling is. Het is de vraag of een dergelijke regeling niet op gespannen voet staat met art. 5 van de EG-richtlijn van 5 maart 1979^{*128}, waarin onder andere wordt bepaald dat de toelating van effecten aan strengere of aanvullende voorwaarden dan in bij de richtlijn behorende schema's staat vermeld, kan worden onderworpen, mits zodanige strengere of aanvullende voorwaarden algemeen toepasselijk zijn voor alle genoteerde vennootschappen of per categorie van genoteerde vennootschappen. Het is twijfelachtig of hier wel sprake is van verschillende categorieën als bedoeld in de richtlijn. Een andere vraag is of onder de bepalingen van de bijlage zoals deze tot 1 januari 1992 zullen luiden wel zo veel vennootschappen bereid zullen zijn de gang naar Beursplein 5 te maken als de VvdE wel gaarne zou zien.

2. De eis, dat uitgifte van preferente beschermingsaandelen tot een hoger bedrag dan de helft van het bedrag van de andere geplaatste aandelen onderworpen is aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders^{*129} heeft tot gevolg dat dit als beschermingsmiddel aanzienlijk aan effectiviteit inboet^{*129a}. De hantering van dit beschermingsmiddel wordt met deze eis afhankelijk van toevallige omstandigheden, te weten de samenstelling van de algemene vergadering van aandeelhouders op het moment dat goedkeuring van het besluit tot uitgifte wordt gevraagd, tenzij de aandelen gecertificeerd zijn. Op een dergelijke algemene vergadering van aandeelhouders zal de overvalleur of onvriendelijke overnemer ongetwijfeld met zijn gehele aandelenbezit aanwezig of vertegenwoordigd zijn. Indien dit een aanzienlijk pakket is^{*130}, wordt de vennootschap voor de goedkeuring van het besluit tot uitgifte van de preferente beschermingsaandelen afhankelijk van de aanwezigheid en het stemgedrag van de overige gewone aandeelhouders. Dit is niet wat met preferente beschermingsaandelen wordt beoogd. Van Schilfgaarde^{*131} is van mening dat een erkend beleidsinstrument als preferente beschermingsaandelen functioneel moet zijn. Hij vraagt zich dan

128) Richtlijn van de Raad van de EG van 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, 79/279/EEG, Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen L66 van 16.3.79, blz. 21, gewijzigd bij richtlijn 82/148 EEG, PB nr. L 62 van 5.3.1982, blz. 22; zie ook paragraaf IX.6.

129) Zie over deze 50% grens ook Perrick, S., De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 194 en 195.

129a) Rapport Commissie Van der Grinten, blz. 18.

130) Zoals b.v. in het geval van Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid-Kondor Groep N.V., waarin Huizenbeheer Van Herk B.V. e.a. via geleidelijke aankopen ter beurse een meerderheidsbelang verwierven; FD 24 dec. 1988.

131) Van Schilfgaarde, P., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 34. Vermoedelijk anders Den Boogert, M.W., Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 51. Zie ook Honée, H.J.M.N., Beschermingsconstructies (het Groninger congres over beschermingsconstructies), NV 66, blz. 156.

ook naar mijn mening terecht af wat het nu voor zin heeft om enerzijds het gebruik van preferente beschermingsaandelen toe te staan, en anderzijds dwingend voor te schrijven dat het gebrekkig moet zijn.

3. Voor de VvdE bestaat de mogelijkheid dispensatie te verlenen van de bepalingen van de bijlage*¹³². De gronden waarop deze dispensatie verleend kan worden, worden niet vermeld. Deze dispensatiemogelijkheid - welke door de VvdE ook wordt gehanteerd ten aanzien van de huidige regelgeving - geeft aanleiding tot opmerkingen in die zin dat vooral de omvang van de beursintrodactie, en daarmee het belang van de nieuwe vennootschap*¹³³, dan wel het gewicht van het bestuur en/of de raad van commissarissen van de vennootschap, voor de VvdE een rol speelt. Teneinde mogelijk onjuiste indrukken te voorkomen, zou ik willen pleiten voor publicatie van de verleende ontheffingen*¹³⁴.

4. Een laatste opmerking betreft de cumulatie. Volgens de bijlage zullen meer dan twee beschermingsmaatregelen niet zijn toegestaan*¹³⁵. Onder beschermingsmaatregelen worden in dit verband verstaan:

- preferente beschermingsaandelen ten aanzien waarvan voor de uitgifte van meer dan 50 procent der uitstaande overige aandelen de medewerking nodig is van de algemene vergadering van aandeelhouders;
- certificering van aandelen met beperkte royalementsmogelijkheid (X%-regeling);
- stemrechtbeperking;
- gemeenschappelijk bezit-constructies en nationaal bezit-constructies; en
- prioriteitsaandelen.

Opmerkelijk bij deze opsomming - die kennelijk limitatief bedoeld is - is het ontbreken van de bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Voorzover de bindende voordracht wordt opgemaakt door de prioriteitsaandelen valt zij onder de beschermingsmaatregel van prioriteitsaandelen, doch bindende voordrachten worden in een aantal gevallen ook opgemaakt door andere vennootschapsorganen*¹³⁶.

Gelet op het ontbreken van een verdere omschrijving van prioriteitsaandelen zal dit begrip eng moeten worden uitgelegd. Aandelen van een andere soort (bijvoorbeeld preferente financieringsaandelen of aandelen met een

132) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 14.

133) Winter, J.W., Financieel Economisch Magazine, nr. 3, 28 jan. 1989, blz. 15.

134) Vgl. de publicatie van de beschikkingen van de minister van justitie op grond van art. 156 met betrekking tot ontheffing van een of meer van de art. 158-164 (structuurregeling) in het maandblad NV.

135) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 13.

136) Zoals door de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen of door de commissarissen alleen; zie hierover paragraaf IV.1.3.5.a. en IV.1.3.5.b.

letteraanduiding), die in hoofdzaak financiële rechten hebben, doch tevens prioriteitsrechten, zijn geen prioriteitsaandelen. Bepaalde rechten kunnen ook worden toegekend aan de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen*¹³⁷ of aan de raad van commissarissen alleen.

Ook de structuurregeling wordt niet als beschermingsmaatregel genoemd. Mogelijk is deze vermelding achterwege gelaten omdat de structuurregeling niet als zodanig is bedoeld, voor een aantal vennootschappen verplicht van toepassing is en bij vrijwillige aanvaarding de invoering veelal op andere gronden geschiedt dan bescherming. Laatstgenoemd argument kan echter ook van toepassing zijn op enkele van de andere wel genoemde beschermingsmaatregelen. In hoofdstuk VI is geconstateerd dat het volledige structuurregime een oligarchisch karakter heeft en voorts dat afdoende beschermingsmaatregelen getroffen kunnen worden teneinde te bereiken dat het structuurregime gehandhaafd blijft, ook ingeval van een overval of een onvriendelijke overname door een structuurvennootschap, zodat de structuurregeling derhalve een functie kan vervullen als beschermingsmiddel.

IX.5. Bevindingen op grond van het statutenonderzoek

IX.5.1. Inleiding

Uit het statutenonderzoek is gebleken dat van de 237 vennootschappen, waarvan de statuten zijn onderzocht, 101 vennootschappen een volledige structuurvennootschap zijn, 3 vennootschappen een beperkte structuurvennootschap en 133 vennootschappen geen structuurvennootschap zijn*¹³⁸. Van de 133 vennootschappen die geen structuurvennootschap zijn, zijn 31 vennootschappen een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (bmvk). Van de aldus resterende 102 vennootschappen bevatten de statuten van 90 vennootschappen (88,2%) een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en 80 vennootschappen (78,4%) een bindende voordracht voor de benoeming van commissarissen*¹³⁹. Van de 31 bmvk's kennen 26 bmvk's (83,9%) een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en/of commissarissen*¹⁴⁰. Uit deze cijfers en percentages kan geconcludeerd worden dat het grootste deel van de beursvennootschappen of een volledige structuurvennootschap is of een bindende voordracht kent voor de benoeming van bestuurders en/of commissarissen. Voorzover de bindende voordracht wordt opgemaakt door de vergadering van houders van prioriteitsaandelen telt dit beschermingsmiddel mee bij de berekening van

137) Deze gecombineerde vergadering is een vennootschapsorgaan in de zin van de richtlijnen; zie Richtlijnen 1986, voetnoot paragraaf 4. Zie ook paragraaf IV.1.1.2.

138) Zie hiervoor paragraaf VI.2. De 3 vennootschappen met het beperkte structuurregime worden in dit verband buiten beschouwing gelaten.

139) Zie hiervoor paragraaf VII.3.

140) Zie hierover paragraaf VII.6.

IX. REGLEMENTERING

het aantal beschermingsmiddelen dat ingevolge de cumulatiebepaling is toegestaan. Dit is niet het geval indien de bindende voordracht wordt opgesteld door een ander vennootschapsorgaan en ook niet bij de volledige structuurvennootschappen.

Met betrekking tot de cumulatiebepaling worden, zoals hiervoor opgemerkt, ook als beschermingsmaatregel beschouwd:

1. Gemeenschappelijk bezit-constructies en nationaal bezit-constructies;
2. Stemrechtbeperking.

IX.5.2. Ad 1. Gemeenschappelijk bezit-constructies en nationaal bezit-constructies

De gemeenschappelijk bezit-constructie en de nationaal bezit-constructie komen slechts bij een beperkt aantal vennootschappen voor. Door de Commissie Hellema werd in 1956 geconstateerd dat deze constructie nauwelijks meer werd gekozen^{*141}. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat bij 5 vennootschappen in de naam de woorden 'gemeenschappelijk of nationaal bezit' voorkomen. Ook de doelomschrijving van deze 5 vennootschappen sluit aan bij de opzet van de gemeenschappelijk of nationaal bezit-constructie^{*142}. Van deze 5 gemeenschappelijk of nationaal bezit vennootschappen heeft 1 vennootschap geen enkele beschermingsmaatregel als bedoeld in de cumulatiebepaling, 1 vennootschap alleen preferente beschermingsaandelen, 2 vennootschappen uitsluitend prioriteitsaandelen en slechts 1 vennootschap meer dan twee beschermingsmaatregelen, te weten prioriteitsaandelen en beperkt royeerbare certificaten (X%-regeling). Op grond van deze gegevens kan geconcludeerd worden dat het brengen van de gemeenschappelijk of nationaal bezit-constructie onder de cumulatiebepaling voor de vennootschapspraktijk nauwelijks enige materiële betekenis heeft.

IX.5.3. Ad 2. Stemrechtbeperking

Ook de stemrechtbeperking komt slechts bij een beperkt aantal vennootschappen voor. Uit het statutenonderzoek is gebleken dat in totaal 13 vennootschappen in hun statuten een stemrechtbeperking hebben opgenomen^{*143}. In paragraaf VII.4. is een overzicht gegeven van de cumulatie bij vennootschappen met een stemrechtbeperking. Uit dit overzicht blijkt dat behalve ten aanzien van de prioriteitsaandelen (aanwezig bij 7

141) Zie hierover paragraaf III 3 2.

142) Dit wil echter niet zeggen dat er niet nog meer beursvennootschappen zijn die als een gemeenschappelijk of nationaal bezit-constructie beschouwd zouden kunnen worden. Men kan zich afvragen of Administratie Maatschappij 'Wester Suikerraffinaderij' N.V., welke vennootschap o.a. ten doel heeft de verkrijging, het bezit, het beheer en de vervreemding van aandelen van de beursvennootschap N.V. Centrale Suiker Maatschappij, ook als een gemeenschappelijk of nationaal bezit vennootschap moet worden beschouwd. Vgl. ook Heineken Holding N.V. en Heineken N.V., zie hierover de derde noot van paragraaf III 3 2.

143) Zie hiervoor paragraaf IV 1 8 4 1

van de 13 vennootschappen) nauwelijks cumulatie bestaat met de andere beschermingsmaatregelen als bedoeld in de cumulatiebepaling*¹⁴⁴. Bij 1 vennootschap wordt de stemrechtbeperking gecombineerd met beperkt royeerbare certificaten (X%-regeling) en bij 1 vennootschap met niet-royeerbare certificaten. Deze beide vennootschappen kennen echter geen prioriteitsaandelen. Op grond van deze gegevens kan geconcludeerd worden dat - evenals bij de gemeenschappelijk bezit-constructie - ook het brengen van de stemrechtbeperking onder de cumulatiebepaling voor de vennootschapspraktijk nauwelijks enige materiële betekenis heeft.

Resteren voor wat betreft de toepassing van de cumulatiebepaling de preferente beschermingsaandelen, de prioriteitsaandelen en certificering van aandelen met beperkte royementsmogelijkheden (X%-regeling). Indien de prioriteitsrechten worden toegekend aan de gecombineerde vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen of aan de raad van commissarissen alleen, blijven nog slechts twee beschermingsmiddelen over, hetgeen onder de cumulatiebepaling van bijlage X bij het Fondsenreglement ook is toegestaan*¹⁴⁵.

IX.6. Denkbare ontwikkelingen in de komende jaren

Met de hiervoor weergegeven overeenkomst tussen de VvdE en de VEUO over de door de VvdE gewenste aanpassing van het Fondsenreglement met betrekking tot beschermingsmiddelen en -constructies hebben de strijdende partijen de finish bereikt, zij het dat deze finish waarschijnlijk een voorlopige is. In ieder geval is met de vaststelling van bijlage X bij het Fondsenreglement met betrekking tot de regelgeving ten aanzien van de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies een punt bereikt van voorlopige rust.

De bijlage zal, zoals hiervoor is opgemerkt, vanaf de datum van inwerking-treding worden toegepast op nieuw tot de notering op de officiële markt toe te laten vennootschappen, alsmede op de reeds op deze markt toegelaten vennootschappen voorzover deze beschermingsmaatregelen wensen in te voeren die strijdig zijn met de bijlage. Voor de reeds genoteerde vennootschappen geldt dus thans de status-quo en bestaat de mogelijkheid tot uitbreiding van de beschermingsmaatregelen tot het niveau van de bijlage met invoeringsbepalingen. De VvdE en de VEUO zijn, zoals ook reeds hiervoor is opgemerkt, overeengekomen 'dat zij een uitvoerige en diepgaande discussie zullen voeren over bescherming in het licht van de nationale en internationale situatie en ontwikkelingen. Op basis van de uitkomsten van deze discussie, die een open karakter zal dragen, zal nader overleg plaatsvinden tussen de besturen van de VvdE en de VEUO over een eventuele herziening van de regelgeving'. Met andere woorden: eerst zal een maatschappelijke discussie plaatsvinden over bescherming in het algemeen. In deze discussie zal de bijlage geen direct onderwerp van gesprek vormen. Aan de hand van de uitkomsten van deze discussie zal tussen de besturen

144) Voor de reden hiervoor zie paragraaf IV.1.8.4.1. onder letter c.

145) Voor overzichten met betrekking tot de cumulatie zie hoofdstuk VII.

van de VvdE en de VEVO overleg (lees: zo nodig onderhandelingen) plaatsvinden over een eventuele herziening van de bijlage. De uitkomst van de discussie kan zijn dat aanpassing van de bijlage niet nodig is, doch ook dat aanpassing wel gewenst is. In het laatste geval bestaat de mogelijkheid dat de regelgeving strakker wordt aangehaald, doch ook dat versoepeling geboden is. De VvdE en de VEVO verwachten, zoals is opgemerkt, dat voor 1 januari 1992 duidelijkheid zal bestaan over het al dan niet verder aanpassen van de regelgeving.

De discussie over de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies is tot dusver nagenoeg uitsluitend op nationaal niveau gevoerd. Het lijkt niet aannemelijk dat dit zo zal blijven. Aangenomen wordt dat de vrijmaking van de Europese markt per 1992 zal leiden tot een groot aantal fusies en overnemingen - zowel nationaal als ook internationaal - om de door velen noodzakelijk geachte schaalgrootte te realiseren. De meeste van deze fusies en overnemingen zullen in goed overleg tussen partijen tot stand komen, doch verwacht wordt dat - mede onder invloed van de overnamegevechten in de Verenigde Staten van Amerika en Engeland - het aantal onvriendelijke overnemingen op het vasteland van Europa zal toenemen. Onvriendelijke overnemingen tussen vennootschappen uit de verschillende Lid-Staten van de EG en ook daarbuiten zullen ongetwijfeld de reeds bestaande roep om harmonisatie in EG-verband van de regelgeving met betrekking tot onvriendelijke overnemingen en het hanteren van beschermingsmiddelen en -constructies daartegen doen toenemen. Een dergelijke harmonisatie zal geen eenvoudige opgave zijn. Uit hoofdstuk VIII is gebleken dat elk van de in dat hoofdstuk aan de orde geweest zijnde landen de problematiek van de onvriendelijke overname en bescherming daartegen van uit zijn eigen visie benadert, waarbij het geheel voorts is ingebed zowel in het ondernemingsklimaat als in een systeem van vennootschapsrecht en overige regelgeving van het betreffende land. Het zal waarlijk niet eenvoudig zijn alle verschillende zienswijzen en systemen op één noemer te brengen.

In paragraaf VIII.8. is reeds in het kort ingegaan op ontwikkelingen ter zake in EG-verband. Geconstateerd is dat er op dit moment geen voorstellen van de Europese Commissie zijn die rechtstreeks betrekking hebben op de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies in het algemeen. Wel bestaan een concentratieverordening, een richtlijn melding deelnemingen en een voorstel voor een richtlijn betreffende de openbare aanbieding tot aankoop of ruil (OAK-richtlijn). Vooral het voorstel voor de OAK-richtlijn bevat bepalingen die van invloed kunnen zijn op de mogelijkheid van toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies. De Europese Commissie is voorts voornemens een nieuwe richtlijn in te dienen, teneinde met name in een communautair kader de nieuwe verdedigingsmaatregelen te coördineren die door de leiding zonder toestemming van de vennootschapsinstanties worden genomen (de zogenaamde 'poison pills').

In EG-verband neemt Nederland ten opzichte van een aantal andere landen op het vasteland van Europa een uitzonderingspositie in, in die zin dat vennootschappen in Nederland voornamelijk beschermd worden door juridische middelen en constructies. Dit in tegenstelling tot die andere landen waar

de bescherming veelal gevonden wordt in de vorm van harde kernen van trouwe groot-aandeelhouders, anti-overname fondsen, tripartite holding (Frankrijk), houdstermaatschappijen, familiebezit (België), familiebezit en deelname door banken (West-Duitsland). Tegen deze achtergrond en gelet op de onzekerheid die samenhangt met een mogelijke harmonisatie van regelgeving in EG-verband lijkt het raadzaam om bij het terugdringen van de toepassing van beschermingsmiddelen en -constructies op nationaal niveau, zoals de VvdE kennelijk voor ogen staat, de nodige voorzichtigheid te betrachten. Een eenzijdige vermindering van de beschermingsmogelijkheden zou nationale vennootschappen relatief weerloos kunnen maken ten opzichte van vennootschappen in die andere landen.

Voor wat betreft de situatie op nationaal niveau is door de kamerleden Kombrink en Vermeend^{*146} het oordeel van de regering gevraagd over de wijze waarop de fundamentele kwestie van het hanteren van beschermingsconstructies geregeld dient te worden. Via beslissingen van het beursbestuur of door middel van wetgeving? De ministers Ruding en Korthals Altes antwoordden op deze vraag dat zij van oordeel zijn: 'dat, gelet op de algemeen terughoudende opstelling van de overheid ten aanzien van extra regulering, het beursbestuur en de genoteerde ondernemingen in de gelegenheid moeten worden gesteld om zelf tot een regeling terzake te komen. Wij menen dat er pas een taak voor de overheid kan ontstaan als dit overleg niet tot een oplossing kan leiden of zal resulteren in een naar de mening van de overheid ongewenste oplossing'. Uit dit antwoord blijkt dat de regering ervan uitgaat dat hier in eerste instantie een taak ligt voor de VvdE en de beursvennootschappen. Laatstgenoemde hebben zich intussen, zoals hiervoor is opgemerkt, verenigd in de VEUO.

De vraag kan worden gesteld in hoeverre de VvdE - in samenspraak met de minister van financiën - terzake van het hanteren van beschermingsmiddelen en -constructies regels kan opstellen.

De toelating van effecten tot de officiële notering ter beurse te Amsterdam wordt geregeld in de Beurswet 1914, de Beschikking Beursnotering 1983 en het Fondsenreglement de dato 15 juni 1983 van de VvdE. Het Fondsenreglement en de Beschikking Beursnotering 1983 geven uitvoering aan een drietal richtlijnen van de Raad van de Europese Gemeenschappen^{*147}, waaronder de richtlijn van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs^{*148}. Toekomstige wijzigingen in het Fondsenreglement dienen vooraf aan de minister van financiën te worden voorgelegd, ten-

146) Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, Aangangsels van de Handelingen, nr. 559.

147) Zie hierover de nota van toelichting bij de Beschikking Beursverkeer 1983; De Hoop Scheffer, J.G.H., Rechtspersonen, Effectenverkeer, blz. 115 en 116 en Maeijer, J.M.M., Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB 1988, blz. 520.

148) Richtlijn van 5 maart 1979, 79/279/EEG, Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen L 66 van 16.3.1979, blz. 21, gewijzigd bij richtlijn 82/148 EEG, PB nr. L 62 van 5.3.1982, blz. 22.

einde de minister in staat te stellen zich er van te vergewissen dat door de betreffende wijzigingen geen strijd ontstaat met de richtlijnen^{*149}. In de richtlijn van 5 maart 1979 wordt in artikel 9 lid 1 bepaald dat de Lid-Staten de nationale autoriteit(en) aanwijzen die bevoegd is (zijn) over de toelating van effecten tot de officiële notering aan een op hun grondgebied gelegen of werkzame effectenbeurs te beslissen, terwijl in lid 2 van datzelfde artikel wordt voorgescreven dat de Lid-Staten ervoor zorgdragen dat de bevoegde autoriteiten de bevoegdheden hebben die noodzakelijk zijn voor de vervulling van hun taak. Ter uitvoering van deze bepalingen wordt in artikel 2 van de Beschikking Beursverkeer 1983 - voorzover in die beschikking niet anders is bepaald - de VvdE aangewezen als de hiervoor bedoelde bevoegde autoriteit. In de Beschikking Beursverkeer 1983 en het Fondsenreglement wordt onder andere met betrekking tot de procedure van toelating tot de notering van de effecten een groot aantal bevoegdheden gegeven aan de VvdE, doch ingevolge het bepaalde in artikel 4 lid 1 van de Beschikking Beursnotering 1983 wordt de minister van financiën aangewezen als de hiervoor bedoelde autoriteit die uiteindelijk beslist over de toelating zelf. De minister van financiën heeft bij besluit van 24 januari 1989 bepaald dat de Stichting toezicht effectenverkeer deze bevoegdheid namens hem uitoefent^{*150}. In de considerans van de richtlijn wordt overwogen dat de coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs 'in een eerste stadium voldoende soepel dient te zijn om rekening te kunnen houden met de thans bestaande structurele verschillen tussen de effectenmarkten der Lid-Staten en om de Lid-Staten in staat te stellen rekening te houden met bijzondere situaties waarvoor zij zich gesteld kunnen zien'. Verderop in de considerans wordt gesproken over minimum voorwaarden. De richtlijn bevat geen bepalingen of voorwaarden met betrekking tot de hantering door beursvennootschappen van beschermingsmiddelen of -constructies. Wel wordt aan de Lid-Staten de bevoegdheid gegeven de toelating van effecten tot de officiële notering aan strengere voorwaarden te onderwerpen dan in de bij de richtlijn behorende schema's staat vermeld of aan aanvullende voorwaarden, mits zodanige strengere of aanvullende voorwaarden algemeen toepasselijk zijn voor alle genoteerde ondernemingen^{*151}. Voorts kunnen de Lid-Staten uitsluitend ter bescherming van beleggers aan de bevoegde autoriteiten de bevoegdheid verlenen om de toelating afhankelijk te stellen van alle bijzondere voorwaarden die zij dienstig achten en die zij de aanvrager expliciet hebben medegedeeld^{*152}.

Tegen de achtergrond van de hiervoor genoemde considerans en bepalingen van de richtlijn en de uitwerking daarvan in de Beschikking Beursverkeer

149) Beschikking Beursverkeer 1983, art. 1 lid 2.

150) Besluit 24 jan. 1989/Nr. 88/784 Directie Binnenlands Geldwezen, art. 1 lid 2; zie hierover FD 1/3 febr. 1989.

151) Richtlijn van 5 maart 1979, art. 5.

152) Richtlijn van 5 maart 1979, art. 10.

1983 en het Fondsenreglement kan verdedigd worden dat de VvdE - in samenspraak met de minister van financiën - bevoegd is, ter reglementering van het beursverkeer regels op te stellen. Bij deze regelgeving zal de VvdE dienen te letten op haar doelstellingen, zijnde 'het bevorderen van de belangen van de effectenhandel in de ruimste zin en het scheppen van de voorwaarden ter instandhouding en verdere ontwikkeling van een centrale effectenmarkt ten bate van de nationale economie in het algemeen en de Nederlandse kapitaalmarkt in het bijzonder'.

Het tweede deel van de vraag betreft hoever deze reglementering kan gaan, met name ten opzichte van andere in Nederland bestaande regelgeving op het gebied van effecten en het vennootschapsrecht. Gesteld kan worden dat tegen aanvullende regels geen bezwaar bestaat, doch anders ligt dit indien met de regels inbreuk wordt gemaakt op regelgeving van hogere orde. In dat geval zal de Nederlandse wetgever er aan te pas dienen te komen. Zo kan de vraag gesteld worden of de bepaling in bijlage X bij het Fondsenreglement^{*153} dat de genoteerde vennootschap geen besluiten neemt tot uitgifte van preferente beschermingsaandelen, of tot het verlenen van een optie op deze aandelen, zonder voorafgaande, voor het specifieke geval verleende, medewerking van de algemene vergadering van aandeelhouders, indien daardoor een bedrag aan preferente beschermingsaandelen zou kunnen komen uit te staan dat groter is dan 50% van het bedrag der uitstaande overige aandelen, niet op gespannen voet staat met de bepalingen van art. 96. In het op de Tweede EEG-richtlijn gebaseerde art. 96 heeft de wetgever de strikt omliggende mogelijkheden aangegeven voor de wijze waarop de uitgifte van aandelen en het nemen van opties daarop kan worden geregeld. Ofschoon tijdens de parlementaire behandeling op dit vraagstuk niet expliciet is ingegaan, is in de uiteindelijk tot stand gekomen wetstekst geen algemeen luidende beperking tot 50% te vinden. Met Maeijer^{*154} zou ik daarom deze laatste vraag bevestigend willen beantwoorden.

Een andere vraag is wie, indien de VvdE - wederom in samenspraak met de minister van financiën - nieuwe regels opstelt, bij het opstellen van die regels betrokken dienen te worden. Het gewone wetgevingsproces verloopt volgens een vast patroon, waarbij desgewenst alle belanghebbenden via verschillende kanalen hun stemgeluid kunnen laten horen. Bij wijzigingen in het Fondsenreglement door de VvdE - in samenspraak met de minister van financiën - dienen, zoals van de zijde van de regering is opgemerkt, in de eerste plaats de genoteerde ondernemingen, thans verenigd in de VEUO, betrokken te worden^{*155}. Echter ook de belangen van anderen (waarbij

153) Bijlage X bij het Fondsenreglement, art. 4.

154) Maeijer, J.M.M., 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap, NV 67, blz. 2.

155) Ik breng in herinnering de hiervoor gemaakte opmerking dat over wijzigingen in het Fondsenreglement, die van wezenlijke invloed kunnen zijn op de noteringsovereenkomst en niet voortvloeien uit publiekrechtelijke voorschriften, op grond van het bepaalde in art. 1 letter b van de noteringsovereenkomsten, vooraf overleg nodig is met de genoteerde ondernemingen.

onder andere gedacht kan worden aan de belangen van individuele aandeelhouders en institutionele beleggers en de bij de ondernemingen van beursvennootschappen betrokken werknemers) mogen niet verontachtzaamd worden. Het ligt voor de hand dat ook deze andere belanghebbenden in de gelegenheid worden gesteld hun zienswijze te bestemder plaatse kenbaar te maken. De regering zou kunnen overwegen om, wanneer het ingrijpende wijzigingen betreft, de Sociaal-Economische Raad om advies te vragen.

Indien ten aanzien van de totstandkoming van bijlage X bij het Fondsenreglement een dergelijke procedure zou zijn gevolgd - in welk geval terwille van een gericht overleg de VEUO waarschijnlijk ook zou zijn opgericht maar in dat geval niet in eerste instantie op defensieve gronden -, dan zouden naar mijn mening de emoties met betrekking tot de vraag welke beschermingsmiddelen en -constructies, en in welke combinaties, in de toekomst nog wel en niet toegestaan zijn, niet zo hoog opgelopen zijn als thans het geval is geweest, en zou veel onrust en onzekerheid bij beursvennootschappen zijn voorkomen, terwijl het uiteindelijke resultaat waarschijnlijk niet erg afwijkend en wellicht zelfs beter zou zijn geweest. Immers, thans wordt in de vorm van een nieuwe bijlage in lid A van de Invoeringsbepalingen, waarschijnlijk bij wijze van compromis, voor nieuw te noteren vennootschappen een regeling ingevoerd, die per 1 januari 1992 grotendeels weer wordt teruggedraaid. Intussen zal een maatschappelijke discussie plaatsvinden over bescherming in het licht van de nationale en internationale situatie en ontwikkelingen.

Deze maatschappelijke discussie is inmiddels al begonnen. Dit boek geeft een overzicht van alle tot dusver in de Nederlandse vennootschapspraktijk gebruikte beschermingsmiddelen en -constructies en de omvang van het gebruik van statutaire beschermingsmiddelen door beursvennootschappen, terwijl ook aandacht wordt besteed aan de situatie in een aantal andere landen en de ontwikkelingen in EG-verband. Hiermede wordt beoogd het nodige materiaal aan te dragen voor deze discussie.

SUMMARY*

This study deals with defences against take-overs which are laid down in the Articles of Association of companies listed on the Stock Exchange. For the purposes of this study, listed companies are all Dutch "naamloze vennootschappen" (public limited companies) whose shares or depository receipts of shares are listed and traded on the Amsterdam Stock Exchange. In order to get a deeper insight into the form, number and combinations of such defences a study has been made of the Articles of all these 237 companies as of 1 January 1988. Before discussing these defences and the results of the above study, the background and the general application of these defences are dealt with in the first three chapters.

In chapter I, a brief historical overview is given of the development of the power of shareholders of companies in general meeting. For historical purposes it should be noted that originally the power in a company rested with the Board of Directors and partly with the major shareholders.

The French Revolution, with its ideals of freedom, equality and brotherhood, ushered in an end to this oligarchy and the privileges of major shareholders. From then on the general meeting of shareholders has been regarded as the most powerful body of the company. This did not give any cause for problems, since the shareholders and directors were the same persons. The development of large companies led to a wider distribution of shares, and consequently, the Board of Directors had less power. Since listed companies were sometimes confronted with absenteeism of shareholders at the general meeting and since their directors did not want to be confronted by an erstwhile minority of dissident shareholders at the general meeting, a large number of methods have been developed to restrict the power of shareholders in general meeting; these methods are provided for in the Articles of Association of the companies.

In chapter II the reasons for the introduction of defences against take-overs are discussed. At first, around the turn of this century, these defences were used to exclude foreign influence from Dutch trade and business life. Later, with the rise of large companies, they were also applied to restrict the power of the shareholders in general meeting, mainly in favour of the Board of Directors. From the sixties onwards, defences against take-overs have played an increasingly important role in fending off raids or hostile take-overs. At the end of this chapter the various objectives of these defences are explored.

* Met dank aan Drs. M. Fokkema.

Chapter III contains a survey of the defences against take-overs which have been used. A distinction is made between the defences against take-overs which are laid down in the Articles of Association and those which are not. Furthermore, a distinction is drawn between statutory measures and non-statutory measures. The defences laid down in the Articles of Association are divided into two types; those which aim at restricting the power of the shareholders in general meeting, and those which are more concerned with the composition of such meetings. In addition, some other provisions and measures are discussed. The aim of the defences which are not laid down in the Articles of Association is to prevent shareholders (fully) exercising their rights, without having recourse to the Articles of Association. In this context, a brief description is given of statutory and non-statutory measures, e.g. the issue of depository receipts of shares, national or public ownership plans, the "Koornschoof" device, proxies and voting agreements.

In chapters IV, V, VI - the core of this study - the defences against take-overs which are laid down in the Articles of Association are examined, both with regard to both their objectives and to the extent to which they are included in the Articles of Association of listed companies.

In chapter IV a considerable number of these defences are discussed in more detail. The results of a study which has been made in respect of the defences in the Articles of Association of listed companies are included.

The defences against take-overs which aim at restricting the power of the shareholders in general meeting, are discussed, in particular priority shares, the binding recommendation on the appointment of members of the Board of Directors and/or members of the Supervisory Board, restriction of voting rights, supermajority and quorum requirements, amendments of the Articles of Association and the dissolution of the company. Priority shares (or other types of shares or depository receipts of shares to which certain priority rights are attached) have been provided for in 126 (53.2%) of the 237 Articles examined. The appointment of members of the Board of Directors after a binding recommendation is only possible in standard companies (133 in total) and in the so-called "beperkte structuur-vennootschappen" (partially exempted "large" companies) (3 in total).

In 116 (85.3%) of these 136 companies members of the Board of Directors are appointed after a binding recommendation.

The appointment of members of the Supervisory Board after a binding recommendation is only possible in standard companies. In 100 (75.2%) of these 133 companies the members of the Supervisory Board are appointed in this way.

Restrictions on voting rights can be found in 13 (5.5%) of the 237 Articles examined. Although the number of companies with restrictions on voting rights is relatively small (5.5%), their combined value on the Stock Exchange is considerable. At the end of 1987 these 13 companies represented about 42% of the total value on the Stock Exchange of the shares listed on the Amsterdam Stock Exchange.

The study of the Articles of Association has revealed supermajority and/or quorum requirements for the following types of decisions, for which no corresponding requirements are laid down by law:

- the designation of the power to issue shares to a body of the company;
- the restriction or the exclusion of a preferential right, or the designation of a body of the company to do so (a supermajority which is different from the one required by law (article 96a, subsection 7 B.W.));
- the appointment of the members of the Board of Directors and/or of the members of the Supervisory Board in companies which are partially exempted from the special "large" company rules;
- the suspension and removal of the members of the Board of Directors of companies which are partially exempted from the special "large" company rules (a supermajority which is different from the maximum admissible by law (article 134, subsection 2) or a quorum);
- the determination or change of the number of directors and of the number of the members of the Supervisory Board;
- the determination of the remuneration of the members of the Supervisory Board or the increase in the maximum amount laid down in the Articles of Association;
- the establishment of a committee of shareholders;
- the appointment of a representative of the company who will be authorized to delete the registration of the company, pursuant to article 153 (article 28a "Handelsregisterwet" (Trade Register Act));
- the removal of members of the Advisory Board;
- the appointment of an auditor ("Registeraccountant") as referred to in article 393, subsection 1;
- the adoption of the annual accounts;
- the payment of a dividend.

Most supermajority and quorum requirements concern decisions on alteration of the Articles of Association and of dissolution. In 124 (52.3%) of the 237 companies whose Articles have been examined, a supermajority is required to alter the Articles of Association; in 108 (45.6%) a quorum is required and in 87 (36.7%) both a supermajority and a quorum are required to alter the Articles. For a decision to dissolve the company, in 128 (54.0%) companies a supermajority is required, in 113 (47.7%) companies a quorum is required, and in 93 (39.2%) companies both a supermajority and a quorum are required to dissolve the company.

Some defences aim at restricting the power of the general meeting of shareholders, others are more concerned with the constitution of this meeting. Of this latter category the restriction of the group of shareholders and the restriction of the number of shares that can be acquired are discussed. There may be restrictions on the number of shares that can be acquired; this can be done by restrictions on the holding and/or transfer of shares. One such possible restriction is the stipulation that no shareholder can acquire more than a certain number of shares; this maximum is usually expressed as a percentage of the issued shares. As the percentage is used as a unit of account, such a provision in the Articles of Association is also called a "1%-provision" after the percentage which is used most often, or, without mentioning the exact

percentage, an "X%-provision". These "X%-provisions" can be found in 59 of the 237 Articles examined; a number of provisions relating to the "X%-provision" are discussed in detail.

At the end of this chapter the objects of the company and the defence of sub-holding companies and of major subsidiaries are dealt with. Of the 237 companies whose Articles of Association have been examined, 11 (4.6%) companies have the following "sub"-objects: the promotion of the interests of all parties concerned with the company and/or the safeguarding of the future of the company. It is argued that these "sub"-objects can play a role in the defence against raids or hostile take-overs. Except for listed companies, the defences against take-overs can also be used to protect the company's sub-holding companies and subsidiaries. This type of defence is called "crown jewel" or "crown jewel lock-up" (American terminology). In the Netherlands this is also called "bescherming in de tweede linie" (second line defence). The following topics are discussed: the grounds for the application of "crown jewels", the pros and cons of their application and their application in practice.

Chapter V is concerned with the "issue of shares" as a defence against take-overs. With the issue of shares influence can be exerted on the constitution of the general meeting of shareholders. Shares are not issued because of their "capital" function, but because of their "control" function. The major goals for exercising the right to issue can be represented as follows:

- (i) the preservation of control over the company in order to break the power of a large shareholder or a group of shareholders acting in concert who or which in the view of the Board of Directors pose a threat to the company's policy and independence;
- (ii) defence against a raid or hostile take-over, the so-called "defensive application";
- (iii) the termination of the independence of the company by way of an agreed take-over or merger, usually in reaction to a raid or hostile take-over, the so-called "agressive application".

Surveys are given of the application of the "issue of ordinary shares" in practice. Furthermore, attention is paid to the effect the adjustment of Dutch company law pursuant to the Second EEC Directive has had on the application of the "issue of ordinary shares" as a defence against take-overs. The restriction caused by the "Aanpassingswet Tweede Richtlijn" (Adjustment Act Second Directive) on the possibility to issue ordinary shares has probably had no such effect in practice. It is noted that such issues have hardly occurred after 1974. The function of ordinary shares has apparently been superseded by preference shares.

Preference shares when used as a defence against take-overs have, among others, the following characteristics: they are registered in the name of the holder and, irrespective of whether they have preference over other types of shares with respect to the payment of dividends and the distribution of the proceeds of a liquidation, they give the right to a fixed dividend and to a fixed part of such liquidation proceeds. By

linking the fixed dividend to the market rate of interest and by limiting the payment of the liquidation proceeds to the amount which is paid up, it is possible that the value of the preference shares is virtually the same as that of the amount paid up on them. As a result, preference shares hardly have any "agio" (the surplus capital created by issuing shares above par value) or have no "agio" at all, which also simplifies the possibility of partial payment of shares. The payment on these shares is usually limited to the statutory minimum of 25%. As a result of this the issue and acquisition of preference shares is considerably less expensive than the issue and acquisition of ordinary shares, while the issue price due to the possibility of partial payment should not pose any problems either. Preference shares which are not fully paid up have the same voting rights as fully paid up ordinary shares of the same value. Consequently, by paying the same amount of money more voting rights can be obtained with preference shares than with ordinary shares. These Surveys of the actual application of the issue of preference shares used as a defence against take-overs are given; attention is also paid to the effect of the "Aanpassingswet Tweede Richtlijn" (Adjustment Act Second Directive) on the application of the "issue of preference shares used as a defence against take-overs". Such preference shares are provided for in 101 (42.6%) of the 237 Articles of Association which have been examined.

Chapter VI provides a discussion of the "structuurregeling" (the special "large" company rules). A distinction is made between companies to which these rules fully apply and companies which are partially exempted from these rules. The special "large" company rules apply to a company, if:

- a) the company's issued capital plus reserves, according to the balance sheet, total at least Dfl. 22,500,000;
- b) the company, or an affiliate, has established an "ondernemingsraad" (work council) to comply with the statutory obligation;
- c) the company and its affiliates employ at least 100 persons in the Netherlands.

The study of the Articles of Association of the 237 companies has revealed that there are 101 (42.6%) companies to which the special "large" company rules apply, and 3 (1.3%) companies which are partially exempted from these rules.

The special "large" company rules as such have an oligarchic character. If they fully apply to a company, the powers of its general meeting of shareholders are restricted, compared to ordinary companies. This concerns the following powers:

- a) the members of the Supervisory Board are not appointed by the general meeting of shareholders, but by the Supervisory Board itself;
- b) the members of the Board of Directors are not appointed by the general meeting of shareholders, but by the Supervisory Board;
- c) the annual accounts are not adopted by the general meeting of shareholders, but by the Supervisory Board. The general meeting of shareholders subsequently has to approve the annual accounts (article 163).

It is noted that in case of a raid or hostile take-over of a "large"

company which has no defences against take-overs laid down in its Articles of Association, it is possible, under certain circumstances, to render the special "large" company rules inoperative. Moreover, it is possible by exercising the rights granted to the general meeting of shareholders by the special "large" company rules, to put pressure, to a certain extent, on the Supervisory Board. Hence, the special "large" company rules do not provide sufficient protection against raids or hostile take-overs without additional defences laid down in the Articles of Association.

In chapters IV, V and VI each of the defences against take-overs laid down in the Articles of Association are discussed separately. However, in a large number of cases the Articles contain more than one defence against take-overs. In such cases the term "cumulation of defences against take-overs" is used. In chapter VII surveys are given of the cumulation of defences against take-overs in the Articles of Association of listed companies, both of cumulation in connection with all types of companies (large and ordinary companies) and of cumulation in connection with only ordinary companies. In the surveys a distinction is made between companies whose shares are listed on the official market and companies whose shares are listed on the parallel market. The surveys show that of the companies listed on the official market only 2 companies do not apply any of the defences against take-overs mentioned in this chapter. Of the companies listed on the parallel market 3 companies do not apply any of these defences.

Chapter VIII provides a discussion of the situation in the United States of America, England, France, Belgium, West Germany and Switzerland as to defences against take-overs.

The extent to which hostile take-overs occur in these countries is one aspect of the discussion. Furthermore, an inventory is made of (a) the legislation and other regulations with respect to take-overs in these countries, and (b) the defences against take-overs applied in these countries. Attention is also paid to the relevant developments in the EEC context.

Finally, in chapter IX, the regulation of defences against take-overs laid down in the Articles of Association of listed companies is dealt with. The desirability and acceptability of hostile take-overs and the protection of companies are topics treated in this chapter. It is noted that in legal literature one usually finds the opinion that hostile take-overs should be possible and - within certain limits - that they are also acceptable. In this context it is not clear why, from the point of view of company law, companies should not be allowed to defend themselves against hostile take-overs. In general, defences against take-overs are effective in those cases in which a purchaser, in view of his own interests in the short term, seeks more power in the target company. If, however, the hostile take-over is based on a well-considered and constructive plan, in which all interests related to the target company are taken into account, and the purchaser is prepared to endure a delay to achieve his goal, defences against take-overs will only to a limited

extent be of help to the target company.

The next part contains a discussion of the reports of the "Commissie Van der Grinten" (a committee on this subject chaired by Prof. W.C.L. van der Grinten), of the Amsterdam Stock Exchange (VvdE), proposals in this field made by various parties, the position of the "Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen" (VEUO) (Association of Companies Issuing Securities) and the agreement reached between the VvdE and VEUO on the adjustments of the "Fondsenreglement" (Listing Requirements) as desired by the VvdE. In its report of 26 November 1987, the "Commissie Van der Grinten" has recommended to the VvdE that it pursue a restrained policy with respect to defences against take-overs, that are already laid down in the Articles of listed companies. The Board of Directors and the general meeting of shareholders of the listed company are primarily responsible for the establishment and acceptance of defences against take-overs. In this respect the VvdE only plays a limited role. The policy the VvdE has carried out until now is right and well-balanced according to the "Commissie Van der Grinten". The position of the VvdE, as presented in its report of 4 March 1988, is in some fundamental respects more far-reaching than the recommendations of the "Commissie Van der Grinten". These differences are discussed. On 2 May 1988 some twenty listed companies founded the "Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen" (VEUO) (Association of Companies Issuing Securities), established in Rotterdam. The aim of the VEUO is to promote the interests of the companies listed on the official market of the Amsterdam Stock Exchange. The VEUO aims at achieving a proper functioning of the capital market, but also at establishing regulations by which the interests of the listed companies are sufficiently protected. The VEUO has objections against the points of view of the VvdE which are more far-reaching than the recommendations of the "Commissie Van der Grinten". The VvdE and the VEUO have consulted each other intensively, which has resulted in an agreement of 5 January 1989 between both parties on the adjustments of the Listing Requirements as desired by the VvdE. These adjustments have been laid down in Appendix X of the Listing Requirements, approved by the VvdE. Insofar as these adjustments deviate from the report of the "Commissie Van der Grinten", this is pointed out. In addition three critical remarks are made with respect to these deviating adjustments. The first remark concerns the various regulations which will apply to listed companies and companies which will be admitted to listing in the following years until 1 January 1992. It is argued that these regulations are hard to defend. The second remark concerns the requirement that the issue of preference shares used as a defence against take-overs to a higher amount than half the amount of the other issued shares is subject to the approval of the general meeting of shareholders. The effect of this requirement is that the application of this defence will become dependent on coincidental circumstances. The last remark concerns the possibility for the VvdE to grant exemption from the provisions of Appendix X of the Listing Requirements; the publication of the exemptions granted is advocated here. On the basis of the study of the Articles of Association it is noted that the prohibition of the cumulation of two or more defences, included in Appendix X of the Listing Requirements, is of little importance in practice.

In the last paragraph some ideas are presented on possible developments in the near future. In this respect, attention is paid to the development in the EEC context, and to the question to which extent the VvdE can formulate rules as to the application of defences against take-overs. It is argued that there can be no objections against additional rules, unless they violate higher rules. In such cases, Dutch legislation will have to intervene.

Verkort geciteerde literatuur

- | | |
|---------------------------------------|--|
| Aandelen | Aandelen, waarin bijdragen van Maeijer, J.M.M., Van Schilfgaarde, P., Den Boogert, M.W., Mok, M.R. en Aardema, E., uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, 1988, deel 5. |
| Boelens | Boelens, G.J., Oligarchische clausules in statuten van naamloze vennootschappen, prft. VU Amsterdam 1946. |
| Buijn | Buijn, F.K., De oprichting van de N.V. en de B.V., prft Rotterdam, 1983, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1984, deel 24. |
| Bijlage X bij het
Fondsenreglement | Bijlage bij het reglement inzake vereisten voor notering aan de Officiële Markt ter beurze van Amsterdam (Fondsenreglement) zoals dit is vastgesteld mede aan de hand van de op 5 januari 1989 tussen de VvdE en de VEVO bereikte overeenstemming over de toepassing van beschermingsconstructies. |
| Van Campen | Van Campen. M.J., De beperking van de zeggingsmacht van de algemene vergadering van aandeelhouders in de N.V., AA 1964, blz. 45 e.v. |
| Cremers | Cremers, J.H.F.J., Prioriteitsaandelen, prft Nijmegen, 1971, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1971, deel 5. |
| Dorhout Mees | Dorhout Mees, T.J., Nederlands handels- en faillissementsrecht, deel 1. Inleiding en ondernemingsrecht, 9e druk, 1984. |
| Dorhout Mees,
Statuten | Dorhout Mees, T.J., Statuten van naamloze vennootschappen, 1933. |
| Dortmond | Dortmond, P.J., Enige beschouwingen rondom aandelen, prft Nijmegen, 1989. |

Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn	Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, waarin bijdragen van Maeijer, J.M.M., Westbroek, W., Van der Grinten, W.C.L. en Scholten, Y., Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1979, deel 18.
Francissen en Jansen	Francissen, P.W.H.M. en Jansen, J.M., Statuten van de grote n.v. en b.v., Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1975, deel 12.
Francken	Francken, J.Ch., Statuten van structuurvennootschappen, Serie Bedrijfskundige Signalementen, 1976.
Problemen bij fusie	Problemen bij fusie van n.v. en b.v., waarin bijdragen van Maeijer, J.M.M., Albeda, W., Van der Grinten, W.C.L., en Lambers, H.W., Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1975, deel 13.
Geschillen in de onderneming	Geschillen in de onderneming, waarin bijdragen van Van Schilfgaarde, P., Slagter, W.J., Duk, R.A., Timmermans, C.W.A. en Van der Grinten, W.C.L., uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, 1984, deel 1.
Rapport van de Commissie Van der Grinten	Rapport van de Commissie Beschermingsconstructies aan het bestuur van de Vereniging voor de Effectenhandel, 26 november 1987.
Handboek	Van der Heijden, E.J.J., Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap, door Van der Grinten, W.C.L., 11e druk, 1989.
Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht	Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, Ervaringen en vooruitzichten in Europa en de Verenigde Staten, waarin bijdragen van Wachter, B., Van Hulle, K., Landau, W.L., Schaafsma, J.R. en Raaijmakers, M.J.G.C., Verslag symposium Katholieke Universiteit Brabant, 26 februari 1988.
Rapport van de Commissie Hellema	Rapport van de Commissie ter bestudering van het vraagstuk van de beperking van de medezeggenschap van aandeelhouders in de N.V. aan het Bestuur van de Vereeniging voor den Effectenhandel, 1955.
De hervorming van de onderneming	Rapport van de commissie ingesteld door het curatorium van de Dr Wiardi Beckman Stichting omtrent herziening van het vennootschapsrecht in verband met medezeggenschap in en toezicht op de onderneming, 1959.

Herziening van het ondernemingsrecht	Rapport van de Commissie ingesteld bij beschikking van de Minister van Justitie van 8 april 1960 (Rapport van de Commissie Verdam, november 1964).
Maeijer	Maeijer, J.M.M., Vennootschapsrecht in beweging, 3e druk, 1976.
Maeijer-Honée	Naamloze en Besloten Vennootschap, onder redactie van Maeijer, J.M.M. en Honée, H.J.M.N., met medewerking van Ackermans, G.M.J., losbladig.
Maschhaupt en Storm I	Maschhaupt, J.H. en Storm, P.M., De Tweede EEG-Richtlijn inzake vennootschapsrecht, praeadviezen Vereniging 'Handelsrecht' en de Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, 1978.
Maschhaupt en Storm II	Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' over het praeadvies De Tweede EEG-Richtlijn inzake vennootschapsrecht.
Merger Control in the EEC	Merger Control in the EEC, A survey of European Competition Laws prepared by the Brussels offices of <ul style="list-style-type: none"> - Advokaterne Bredgade 3 - Allen & Overly - Gide Loyrette Nouel - Gomez-Acebo & Pombo - Magrone, Gorla, Pasinetti, Brosio & Casati - Nauta Van Haersolte - Schön & Pflüger, Kluwer Law and Taxation Publishers.
Noldus	Noldus, W.J.M., Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap, prft Nijmegen, 1969, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1969, deel 1.
Open ondernemerschap	Open ondernemerschap, de groei van de onderneming en het vennootschapsrecht, geschriften van de Prof. Mr B.M. Teldersstichting, 1962, no. 9.
Pitlo/Löwensteyn	Pitlo, A., Het Nederlands Burgerlijk Wetboek, Deel 1a, Het Rechtspersonenrecht, door Löwensteyn, F.J.W., 2e druk, 1986.
Plate	Plate, A., Niet volgestorte aandelen, prft Rotterdam, 1974, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1974, deel 11.
Polak	Polak, R., Wering van vreemden invloed uit nationale ondernemingen, prft Amsterdam 1918, 2e druk, uitgegeven door J.H. de Bussy Amsterdam 1918.

Rechtspersonen	Rechtspersonen, onder redactie van C.A. Boukema e.a., losbladig.
Richtlijnen 1986	Richtlijnen 1986 voor het beoordelen van oprichtingen en van statutenwijzigingen van naamloze vennootschappen en besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, Staatsuitgeverij, 's-Gravenhage 1985.
Sanders-Westbroek	Sanders, P. en Westbroek, W., BV en NV, deel 23, 1988, 5e druk.
Van Schilfgaarde	Van Schilfgaarde, P., Van de BV en de NV, 7e druk, 1988.
Schut	Het overrompelingsgevaar als vennootschappelijk probleem, samengesteld door Schut, G.H.A., uitgave van de Nederlandse Participatie Maatschappij N.V., 1964.
Schwarz	Schwarz, C.A., Blokkering van aandelen, prft Leiden, 1986, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1986, deel 27.
SER-advies 1969	Advies Sociaal-Economische Raad inzake 'De herziening van het ondernemingsrecht', uitgave van de Sociaal-Economische Raad 1969, no. 14.
S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975	S.E.R.-besluit Fusiegedragsregels 1975, zoals dit laatstelijk door de SER is vastgesteld bij besluit van 21 november 1975, uitgave van de Sociaal-Economische Raad, Commissie voor Fusieaangelegenheden.
Slagter	Slagter, W.J., Compendium van het ondernemingsrecht, 4e druk, 1985.
SMO-publicatie 1971	Machtsverdeling in de naamloze vennootschap, uitgave van de Stichting Maatschappij en Onderneming, 2e druk, 1971.
De nieuwe structuur	De nieuwe structuur van de grote N.V. en B.V., waarin bijdragen van Van der Grinten, W.C.L., Maeijer, J.M.M., Huijben, S.J.H. en Lubbers, A.G., Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1973, deel 9.
Van vennootschappelijk belang	Van vennootschappelijk belang, opstellen aangeboden aan Prof.Mr J.M.M. Maeijer ter gelegenheid van zijn 25-jarig ambtsjubileum als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen, 1988.

Het nieuwe vennootschapsrecht	Het nieuwe vennootschapsrecht, waarin bijdragen van Van der Grinten, W.C.L., Westbroek, W., Maeijer, J.M.M., en Sanders, P., Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, 1972, deel 7.
Rapport van de VvdE	Rapport van de Vereniging voor de Effectenhandel inzake de toepassing van beschermingsconstructies, 4 maart 1988.
Vroom	Vroom, A.M., Machtsverhoudingen in naamloze vennootschappen, praeadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen, 1959.
VU-rapport 1969	Beschermingsconstructies bij naamloze vennootschappen, VU Amsterdam, Economisch Instituut, december 1969, rapport nr. 6903.
Van der Zanden I	Van der Zanden, P.M., Bescherming tegen dreigende beursoverval, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, 51e jaargang, december 1977, blz. 510 e.v.
Van der Zanden II	(als boven), Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, 61e jaargang, december 1987, blz. 539 e.v.

Voornaamste aangehaalde literatuur

Van Andel, C.C.Th.	De directeur; bestuurder en werknemer, Serie recht en praktijk, deel 32, tweede druk, 1985.
Bakker, J.C.H.	Beschermingskonstrukties naar Nederlands recht ter voorkoming van een beursoverval, doctoraal scriptie UVA december, 1986.
Bartman, S.K. en Dorresteijs, A.F.M.	Marginale toetsing en de vrijheid van de ondernemer, NJB 1985, blz. 669.
Bloemarts. J.C.M.G.	Onvriendelijke overnemingen; de positie van vakbeweging en ondernemingsraad, NV 66, blz. 54 e.v.
Bloembergen, E.	De raad van commissarissen, het commissarissen-systeem.
Bloembergen, E.	Spelersrollen bij onvriendelijke overnames, TVVS 1988, blz. 137 e.v.
Bloemsma, M.P.	Beschermingsconstructies, TVVS 1973, blz. 225 e.v.

- Blom, A. Ueberfremdung ener N.V. en vijfjaren bezit als voorwaarde voor stemrecht, NV 39, blz. 95 e.v.
- Blom, F.W.C. Aandelenkapitaal-overnemingen, Management rapport no. 3, uitgave van NV Bureau voor Ondernemings-economie te Hilversum.
- Blom, F.C.W. Take over rules, NV 46, blz. 135 e.v.
- Den Boogert, M.W. Beurovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 37 e.v.
- Braakman, A.J. Europees kartelrecht als strijdmiddel bij overnames, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 854 e.v.
- Van Brakel, S. De Hollandsche Handelscompagnieën der zeventiende eeuw, hun ontstaan - hunne inrichting, 1908.
- Brenninkmeyer, A.M. Stemovereenkomsten van aandeelhouders, prft Nijmegen 1973, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 8.
- Brenninkmeyer, A.M. Syllabus 'Beschermingsconstructies' van de op 27 november 1987 gehouden Euroforum Studiedag Onvriendelijke overnemingen en beschermingsconstructies.
- Brenninkmeijer, A.M. Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 7 e.v.
- Brevet, F.J. Niet-royeerbare certificaten en nationaal of gemeenschappelijk bezit maatschappijen, NV 40, blz. 187 e.v.
- Brezet, J.A. De positie van de aandeelhouder der N.V., NV 30, blz. 192 e.v.
- Buijs, D.C. Overname: goedschiks of kwaadschiks, TVVS 1988, blz. 233 e.v.
- Burgers, H.Th.M. De 'Aruba Vrijgestelde Vennootschap', TVVS 1988, blz. 269 e.v.
- Van der Burg, V.A.M. De van overheidswege benoemde commissaris, WPNR 5371, blz. 755 e.v.
- Clark, Robert Charles Corporate Law, Little, Brown and Company, Boston 1986.
- Cobbenhagen, N.J.H. De verantwoordelijkheid in de onderneming, 1927.

Coebergh, H.P.J.M.	Oligarchische clausules, NV 24, blz. 41 e.v.
Cook, Terence E.	Mergers & Acquisitions, Basil Blackwell, 1986.
Davidson, Kenneth M.	Megamergers, corporate America's billion-dollar takeovers, Ballinger Publishing Company, 1985.
Denijs, M.J.	Het stemrecht in de naamloze vennootschap naar Nederlands recht, prft Rotterdam, 1936.
Dortmond, P.J.	De veranderlijkheid van een beleggingsmaatschap-pij met veranderlijk kapitaal, WPNR 5748, blz. 509 e.v.
Dortmond, P.J.	De overgang naar de artikelen 96 en 96a, Boek 2 B.W., NV 61, blz. 61 e.v.
Dortmond, P.J.	Syllabus 'Bescherminingsconstructies' van de op 27 november 1987 gehouden Euroforum studiedag 'On-vriendelijke overnemingen en beschermingscon-structies'.
Drucker, W.H.	Het herleefde ontwerp Nelissen, Economisch Sta-tistische Berichten, 24 juni 1925, blz. 535.
Francken, J.Ch.	Aanpassing van statuten aan de structuurwet, TVVS 1972, blz. 118 e.v., 160 e.v. en 188 e.v.
Frentrop, P.	Bescherminingsconstructies - een verhitte discus-sie, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 836 e.v.
Galavazi, J.I.H.M. en Van Wilsum, H.	In Nederland nu ook Non-Voting Shares?, NV 66, blz. 130.
Geerts, P.G.F.A.	De ontstentenis- of belet-regeling in de statuten en paragraaf 7 van de Departementale Richtlijnen, WPNR 5856, blz. 25 e.v.
Geerts, P.G.F.A.	Het door commissarissen ex art. 134 (244) lid 4 Boek 2 BW tijdelijk voorzien in het bestuur van de vennootschap, NV 66, blz. 101 e.v.
Van Gerven, W.	De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht, De rol van de Bankcommissie, in Van ven-nootschappelijk belang, blz. 41 e.v.
Giltay Veth, N.J.P.	De bezoldiging van commissarissen, TVVS 1972, blz. 145 e.v.
Glasz, J.R.	Halen beschermingsconstructies 1992?, TVVS 1988, blz. 165 e.v.

- Goudsmit, J.J. Bescherming tegen overvallen en preferente aandelen, TVVS 1973, blz. 161 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. 'De aandeelhoudersvergadering en NV', in Verdam-bundel 'Uit het recht', 1971, blz. 295 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Overpeinzingen rondom fusie, Verzekeringen van vriendschap, Rechtsgeleerde opstellen aangeboden aan Prof.Mr. T.J. Dorhout Mees, 1974, blz. 201 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. De positie van het bestuur en de raad van commissarissen, in Problemen bij fusie, blz. 29 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Stemrecht bij gemeenschap van aandelen, in Tot Vermaak Van Slagter, feestbundel aangeboden aan Prof.Mr. W.J. Slagter ter gelegenheid van zijn 65e verjaardag, 1988, blz. 81.
- Van der Grinten, W.C.L. Stromannen en Kunststro, in Van vennootschappelijk belang, blz. 51 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Quorum en extra-meerderheid, NV 24, blz. 62 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Prioriteitsrechten, NV 25, blz. 61 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Bedenklijk, NV 33, blz. 25 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Honorering van commissarissen, NV 38, blz. 73 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. De regels van het spel, NV 38, blz. 173.
- Van der Grinten, W.C.L. Prioriteitsaandelen, NV 39, blz. 152 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, NV 46, blz. 121 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. De beschermingsconstructie Rijn-Schelde, NV 47, blz. 25 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Geen voorbeeld ter navolging, NV 50, blz. 30 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. De H.V.A.-affaire, NV 51, blz. 58 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Emissie-bevoegdheid, NV 53, blz. 54 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. Taak en bevoegdheden van de vennootschapsorganen ten aanzien van de jaarrekening, NV 57, blz. 18 e.v.
- Van der Grinten, W.C.L. De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap, NV 60, blz. 37 e.v.

Haardt, W.L.	De Commissaris, praeadvies Broederschap der Candidaat-Notarissen, 1969.
Haardt, W.L.	De onmondige aandeelhouder, NV 39, blz. 85 e.v.
Haccoû, J.F.	Nogmaals: het niet-royeerbare certificaat van aandeel, TVVS 1962, blz. 225 e.v.
Hartz, Peter F.	Martin Marietta-Merger Take-over war.
Heerding, A.	Geschiedenis van de N.V. Philips' Gloeilampenfabrieken omtrent de oprichting in 1920 van N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandelen Philips' Gloeilampenfabrieken.
Hellema, H.J.	V.M.F. verweer tegen dreigende overval, NV 47, blz. 21 e.v.
Henn, Harry G. en Alexander, John R.	Laws of Corporations, West Publishing Company, 1983; Corporation Law Guide (losbladig), Commerce Clearing House, Inc.
Van der Heijden, E.J.J.	De ontwikkeling der Naamlooze Vennootschap in Nederland voor de codificatie, prft Utrecht, 1908.
Van der Heijden, E.J.J.	Kunst-Stroo, NV 7, blz. 321 e.v.
Heyning, F.	Plaatsing van aandelen bij bevriende relaties, TVVS 1974.
Van den Hoek, P.C.	'Oneigenlijk' gebruik van de emissiebevoegdheid door besturen van naamloze vennootschappen, Studiekring 'Prof.Mr J. Offerhaus', reeks Handelsrecht, no. 12.
Van den Hoek, P.C.	Syllabus 'Overname en Fusies' van de op 3 december 1987 gehouden Kluwer Spitsuurstudies.
Hoffmann, Christoph	Der Partizipationsschein oder die stimmrechtslose Aktie, ein Beitrag zur geplanten Teilrevision des Schweizerischen Aktienrechtes unter Berücksichtigung des englischen, französischen, deutschen und europäischen Rechtes', prft Zürich 1976.
Honée, H.J.M.N.	De overheidscommissaris en de norminstructie van het vennootschappelijk belang, in de bundel Goed & Trouw, opstellen aangeboden aan Prof.Mr W.C.L. van der Grinten, blz. 105 e.v.
Honée, H.J.M.N.	Beschermingsconstructies, NV 66, blz. 84 e.v. en 154 e.v.

Van Houten Szn, D.	Het stemrecht in de naamlooze vennootschap, prft Groningen, 1889.
Huizink, J.B.	De ondernemingsraad en aandelentransacties, art. 25 lid 1 sub a Wet op de ondernemingsraden, TVVS 1988.
Janssen, J.F.M.	Dient naar komend recht aan de openbare vennootschap rechtspersoonlijkheid te worden toegekend? (I), WPNR 5812.
De Jongh, B.H.	Beschouwingen over eenige effecten en credietvormen, 1921.
De Jong, H.W.	Fusies/overnames en beschermingsconstructies, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673, blz. 842 e.v.
Joosten, H.F.J.	Rechtsmacht inzake betwiste overnemingen, NV 65, blz. 95 e.v. en 190 en 191.
Kamphuisen, P.W.	'Over prioriteitsaandelen en de wijze om deze in de hand te houden', in NV 29, blz. 81 e.v.
Kamphuisen, P.W.	Het oligarchische karakter der naamloze vennootschap, NV 30, blz. 199 e.v.
Kamphuisen, P.W.	Stemrecht, democratie en de toekomstige machthebbers, NV 38, blz. 1 e.v.
Kayenberg, E.L.	Aandelen met meervoudig stemrecht, NV 12, blz. 65, 111 e.v. en 139 e.v.
Van Ketel, A.B.A.	Inwerking van de economische evolutie op wet en statuten der naamlooze vennootschap, prft Gent, 1931.
Landau, W.L.	The federal and state roles in regulating United States business corporations, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 55 e.v.
Langman, H.	De structuurvennootschap na de overval, in Van vennootschappelijk belang, blz. 115 e.v.
Löwensteyn, F.J.W.	De overval op de Tilburgse Waterleiding-Maatschappij, TVVS 1979, blz. 395 e.v.
Löwensteyn, F.J.W.	De naamloze vennootschap als raakpunt van contractaire belangen, bundel Honderd jaar rechtsleven.

- Lubbers, A.G. De algemene vergadering van aandeelhouders en de benoeming van commissarissen, in De nieuwe structuur, blz. 45 e.v.
- Luijten, E.A.A. De B.V. als rechtsvorm ten dienste der vrije beroepen in Nederland, NV 52, blz. 21 e.v.
- Maatman, R.H. De afhankelijke maatschappij in de structuurregeling, NV 65, blz. 235 e.v.
- Maeijer, J.M.M. Het belangenconflict in de naamloze vennootschap, inaugurele rede Nijmegen, 1964.
- Maeijer, J.M.M. Herbezinning op de functie van commissarissen in Het nieuw vennootschapsrecht, blz. 27 e.v.
- Maeijer, J.M.M. Verdeling van bevoegdheden tussen de diverse organen; oligarchische regelingen, in De nieuwe structuur, blz. 15 e.v.
- Maeijer, J.M.M. De positie van aandeelhouders, in Problemen bij fusie, blz. 3.
- Maeijer, J.M.M. De stemovereenkomst van aandeelhouders, in 'Recht zo die gaat', opstellen aangeboden aan Mr P.W. van der Ploeg, 1976, blz. 95 e.v.
- Maeijer, J.M.M. Emissie en inkoop van aandelen bij de b.v., in De besloten vennootschap, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 25, blz. 51 e.v.
- Maeijer, J.M.M. Beursoverval op beschermingsconstructies, NJB 1988, blz. 517 e.v.
- Maeijer, J.M.M. 25 Jaren belangenconflict in de Naamloze Vennootschap, NV 67, blz. 1 e.v.
- Mendel, M.M. Het statutaire doel van de naamloze vennootschap, prft Leiden, 1971, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 6.
- Mey, J.L. Autocratie en democratie in het beheer der naamloze vennootschap, NV 13, blz. 235 en 270 e.v.
- Moerland, P.W. De overnamemarkt in theorie en praktijk, Economisch Statistische Berichten, 14 sept. 1988, nr. 3673.
- Van Mourik, M.J.A. Verwikkelingen rond aandelen, WPNR 5877.

Mulderije, H.	De ontluistering van de aandeelhouders, NV 46, blz. 165 e.v.
Noldus, W.J.M.	Emissie van aandelen, TVVS 1970, blz. 133 e.v.
Nolet, J.V.	Vruchtgebruik en pandrecht op aandelen, WPNR 5352, blz. 366.
Nolet, J.V.	Misverstand over statutaire bepalingen in b.v.'s? Een poging tot bezinning, TVVS 1979, blz. 349 e.v.
Otto, H.J.	'Übernahmeversuche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr', Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht und Arbeitsrecht, 22 juli 1988.
Perrick, S.	De statuten van de besloten vennootschap onder de nieuwe wettelijke regeling voor het kapitaal, WPNR 5765, blz. 811.
Perrick, S.	De bevoegdheid tot uitgifte van aandelen bij publieke vennootschappen, in Van vennootschappelijk belang, blz. 185 e.v.
Polak, J.M.	Stichting en continuïteit van de onderneming, TVVS 1964.
Raaijmakers, M.J.G.C.	Nederlandse wetgeving inzake concernverhoudingen, TVVS 1983, blz. 152 e.v.
Ram, Th.M.	Bescherming tegen overval, artikelen serie, FD 17-27 jan. 1968.
Renooij, D.C.	De Nederlandse Emissiemarkt van 1904 tot 1939, prft VU Amsterdam, 1951.
Rietkerk, G.	Bestuursonvriendelijke overneming: countervailing power, Een economische analyse, NV 66, blz. 45 e.v.
Roos, P.	Beschermingsconstructies en onvrijwillige bedrijfsovernames, AA 1988, blz. 237 e.v.
De Rooy, R.E.	Hoe ver kan men gaan met beschermingsconstructies in vennootschapsland?, Bank- en effectenbedrijf, april 1987.
Sanders, P.	Verantwoording van het bestuur in de publieke naamloze vennootschap, in Rechtskundige opstellen aangeboden aan Prof.Mr R.P. Cleveringa, 1952, blz. 329 e.v.

Sannes, D.J.	De wet op de naamloze vennootschappen, zoals die op 19 juni 1928 door de Eerste Kamer der Staten-Generaal is aangenomen, 1928.
De Savornin Lohman, O.	SER-fusiecode en de beursoverval, geschrift no. 1 Reeks Studiekring Drion, 1970.
Schaafsma, J.R.	Bescherming van beleggers ter beurze, Europese effectenreglementering, Praeadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' en de Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, 1968.
Schaafsma, J.R.	Openbare biedingen en beschermingsconstructies, in Harmonisatie van vennootschaps- en effectenrecht, blz. 77 e.v.
Schadee, A.	Bij het derde lustrum, NV 22, blz. 23 e.v.
Scheltema, F.G.	Blokking van aandelen in Naamloze Vennootschappen, NV 15, blz. 1 e.v., 33 e.v. en 65 e.v.
Van Schilfgaarde, P.	Het vennootschapsrecht en de tweede EEG-richtlijn, NV 57, blz. 127 e.v.
Van Schilfgaarde, P.	De besloten vennootschap - kapitaalbescherming en nadere profilering ten opzichte van de NV, NV 63, blz. 1 e.v.
Van Schilfgaarde, P.	Geschillen bij de toepassing van de structuurregeling, in Geschillen in de onderneming, blz. 1.
Van Schilfgaarde, P.	Beursovername en beschermingsconstructies, in Aandelen, blz. 19 e.v.
Schoepp, F.	De naamloze vennootschap en haar aandeelhouders, 1939.
Scholten, Y.	Emissie van aandelen, in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 39 e.v.
Schuitmaker, E.	De lage Nederlandse koers/winstverhouding, publicatie van de ABN, 1988.
Schwarz, C.A.	Certificering van aandelen, uitgifte van beschermingsprefs en de rol van de stichting, Stichting & Vereniging, 1988, blz. 103 e.v.
Slagter, W.J.	Uitgifte van niet-volgestorte aandelen boven pari, TVVS 1964.

- Slagter, W.J. Degradatie van aandeelhouders of wijziging van hun rechten? Statutenwijziging van N.V. Gero-fabriek, TVVS 1965.
- Slagter, W.J. De eerste Structuur-N.V. in Nederland, TVVS 1972, blz. 109 e.v.
- Slagter, W.J. Bescherming tegen overval bij N.V. Veneta en de positie van banken, TVVS 1973, blz. 28 en 29.
- Slagter, W.J. Uitgifte van aandelen bij de KNSM Group N.V., TVVS 1974, blz. 331 e.v.
- Slagter, W.J. Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval, TVVS 1974, blz. 289 e.v.
- Slagter, W.J. De SER-Fusiegedragsregels en de beursoverval, TVVS 1978, blz. 55 e.v.
- Slagter, W.J. Gebundelde actiën, in Goed & Trouw, Opstellen aangeboden aan Prof.Mr W.C.L. van der Grinten, 1984, blz. 235 e.v.
- Slagter, W.J. Macht en onmacht van de aandeelhouder, Beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnames, Diëtrede Erasmus Universiteit 8 nov. 1988.
- Van Solinge, A.G. De rechtspersoon als aandeelhouder, NV 54, blz. 184 e.v.
- Van Solinge, A.G. De statuten van de N.V. en de nieuwe bepalingen inzake het kapitaal, TVVS 1982, blz. 53 e.v.
- Van der Stap, J.P. Tweede EEG-richtlijn en de nieuwe wetgeving inzake emissie, verwerving van eigen aandelen en kapitaalvermindering bij NV's, TVVS 1978, blz. 330.
- Steinvoort, H.J. Het Congres 'Aandelen', TVVS 1988, blz. 189.
- Suetens Bourgeois, G. 'De verhouding meerderheid - minderheid in de naamloze vennootschap, vergelijkende studie van de verhouding meerderheid - minderheid in de EEG-landen, Zwitserland en Engeland'.
- Tekenbroek, E. De verhouding tusschen de aandeelhouders en de bestuurders bij de publieke naamloze vennootschap in Nederland, prft Rotterdam, 1923.

Timmerman, L.	Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, prft Utrecht, 1988, uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 4.
Treurniet, W.C.	Het scherm gaat op, NV 33, blz. 61 e.v.
Treurniet, W.C.	Het rapport van de Commissie Hellema, NV 34, blz. 92 e.v.
Treurniet, W.C.	Certificaten, NV 48, blz. 130 e.v.
Treurniet, W.C.	De nieuwe departementale richtlijnen, NV 50, blz. 7 e.v.
Treurniet, W.C.	Departementale standpunten IV, NV 53, blz. 110 e.v.
Treurniet, W.C.	De departementale richtlijnen 1976, NV 54, blz. 166.
Uniken Venema, C.AE.	Privaatrechtelijke beschouwingen met betrekking tot bonusaandelen en stockdividenden, NV 39, blz. 121 e.v.
Uniken Venema, C.AE.	Oligarchische regelingen ten aanzien van de grote N.V., NV 48, blz. 130 e.v.
Uniken Venema, C.AE.	Kapitaalverhoging bij N.V.'s en B.V.'s, NV 49, blz. 152 e.v.
Van de Vijver, J.J.	Proxy solicitation, in Jurist en Bedrijf, opstellen van bedrijfsjuristen bij het 50-jarig bestaan van het Nederlands Genootschap van bedrijfsjuristen, 1980, blz. 213 e.v.
Westbroek, W.	Enige problemen rond certificering, NV 50, blz. 96 e.v.
Westbroek, W.	Het supplement aanpassingswet Tweede Richtlijn van het Handboek, NV 60, blz. 230 e.v.
Westbroek, W.	De tiende druk van het Handboek Van der Heijden-Van der Grinten met supplement van Mr E.L. Joubert, NV 65, blz. 178 e.v.
Westbroek, W.	Het redigeren van statuten van structuurvennootschappen, TVVS 1974, blz. 121 e.v.
Westbroek, W.	Het vennootschapsrecht en de tweede EEG-richtlijn, in Het vennootschapsrecht en de Tweede E.E.G.-Richtlijn, blz. 18 e.v.

Wijckerheld Bisdom,
C.R.C.

De toekomstige juridische status van de fusie-
gedragsregels, TVVS 1977, blz. 237 e.v.

Zeylemaker, Jzn., Jb.

Verleden, heden en toekomst van de naamloze ven-
nootschap, RM Themis 1945/46, blz. 603 e.v.

In dit register is Hoofdstuk VIII (Buitenland) niet verwerkt.
De cursief gedrukte cijfers verwijzen naar de bladzijden waar het betrokken onderwerp het meest uitvoerig wordt besproken.

A

- Aanbevelingsrecht,
- AvA, zie: Commissaris,
benoeming
- Commissaris, 87
- OR, zie: Ondernemingsraad
- Aanbiedingsregeling, 98,
133/134, 137, 144, 159
- Aandeel/Aandelen, 1
A-,B-,C-, 41, 47, 59, 62, 67,
70, 73, 77 e.v., 86, 126,
130, 134, 145, 217, 219
aanbod tot overname -, zie:
Aanbod
aflosbare -, 215
afstempeling van -, 11
vgl. ook: Kapitaalverminde-
ring
agio, zie: Agio
beperkt stemrecht, 13, 95/96
beursnotering -, zie: Beurs
- bewijs, 166, 193
blokkering van -, zie: Blok-
keringsregelingen
bonus -, 121
certificering, zie: Certificaat
cumulatief preferent -, 93,
129, 187, 219, 228
cumulatief preferent winstde-
lende -, 219
dividend, zie: Dividend
dochtermaatschappij in moe-
dermaatschappij, 214, 238
- emissie, zie: Emissie
- fusie, zie: Fusie
- in gemeenschap, 165
gespreid - bezit, 9, 10
inkoop/verkrijging eigen -,
113, 132, 208 e.v., 238
intrekking van -, zie: Kapi-
taalvermindering
kapitaalfunctie -, 1, 95,
132, 183
- koers, zie: Koers
meerderheidspakket -, zie: Aan-
deelhouder, groot
niet volgestorte -, 193
niet volgestorte preferente -,
231
nominale waarde -, 94, 219
- op naam, 20, 90, 91, 132
e.v., 136, 138, 159, 166, 193
- - levering, 151
overdracht van -, 15, 24, 151,
170
- overdrachtsverplichting,
135, 137/138, 146, 147, 149
e.v., 161, 163, 164 e.v.
overgang, 148/149, 164 e.v.
overname,
pandrecht, zie: Pandrecht

preferente (cumulatief) beschermings -, 4, 14, 47, 86, 93, 94, 95, 98, 105, 108, 113, 120, 121, 122, 128, 129, 130, 131, 138, 160, 174, 176, 181, 184, 187, 188, 190, 206 e.v., 216, 217, 219 e.v., 241, 269, 275 e.v., 287, 377/378, 382/383, 386, 389, 392/393, 395, 400, 405,
 zie ook: Stichting, bescherming continuïteit
 prioriteits -, 4, 20, 31, 41 e.v., 52, 56, 57, 59, 62/63, 68, 70, 71, 73, 74, 77 e.v., 81, 83/84, 86, 96, 105, 110, 111, 113, 115, 116, 118, 120, 125, 126 e.v. 134, 138, 154, 176, 180, 182, 198/199, 205, 210, 211 e.v., 217, 219, 232, 233, 234, 241, 241/242, 261, 269/270, 275 e.v., 279, 378/379, 387, 394, 395, 396, 398, 400/401
 zie ook: Stichting, prioriteit
 prijs van -, 150, 151, 219, 231 vgl. ook: Beursnotering; Aandeel, nominale waarde
 - ruil, vgl.: Deelneming, wederzijdse
 soorten -, 59, 62, 67, 70, 73, 77 e.v., 86, 90, 93, 98, 105, 129, 138, 152, 160, 193, 205 e.v., 217, 228
 zie ook: Groeps, vergadering, storting op -, 48, 113, 136, 193, 219, 230/231
 - - in natura, 48/49
 toonder -, 9, 90, 91, 166, 170, 193
 - uitgifte, zie: Emissie
 verpanding, zie: Pandrecht, vervreemding eigen -, 210 e.v.
 vruchtgebruik, zie: Vruchtgebruik
 waardebepaling, zie: Aandeel, prijs
 zeggenschapsfunctie -, 1, 89, 95, 132, 183

- zonder stemrecht, 13, 90, 95/96
 Aandeelhouder(s),
 zie ook: Aandeelhoudersvergadering
 - belangen, 7, 10, 27, 374, 405/406
 bevriende -, zie: Deelneming buitenlandse -, 8/9, 13, 24, 27, 90, 136, 167, 177, 370, 371
 - commissie, 105, 110, 215, 265 e.v.
 - democratie, 2
 gelijkheid van -, 2, 41, 193 e.v., 209, 231 e.v.,
 groot -, 2, 14, 25, 49, 90, 107, 184, 185 e.v., 215, 221, 378, 403
 informatieve -, 232, 234, 235 e.v., 384
 kwaliteitseis -, zie: Kwaliteitseis
 meerderheids -, zie: Aandeelhouder(s), groot
 middellijk - schap: zie: Deelneming
 minderheids -, 3, 14, 25, 267, 389
 - register, 132, 166
 uitkoopregeling -, zie: Uitkoopregeling
 stemrecht -, zie: Stemrecht
 tijdelijke -, 371, 374,
 vertegenwoordiging -, zie: Volmacht
 winstuitkering -, zie: Dividend; Winst
 zeggenschapsrechten -, 11, 14, 22 e.v., 25
 Aandeelhoudersvergadering, 104
 absentisme, 3, 9, 14, 25, 389
 algemene -, 2
 bijeenroeping -, 104, 254, 378
 besluitvorming (algemeen), 108
 bevoegdheid, 53, 66 e.v., 69 e.v., 75 e.v., 80, 83/84, 85, 114, 115, 171, 194, 232, 251, 254 e.v.
 bevoegdheidsbeperking, zie: Oligarchische regelingen
 buitengewone -, 106 e.v.,

110 e.v.
 democratie -, 95
 goedkeuring bestuursbesluiten,
 20, 32, 48, 232, 382, 386,
 392/393, 397
 hoogste macht, 2, 4, 10
 informatieve -, 232, 234,
 235 e.v., 383,
 - van een bepaald soort, zie:
 Groepsvergadering
 tweede -, zie: Aandeelhouders-
 vergadering, buitengewone
 winstbestemming, zie: Winst,
 bestemming
 - vaststelling, zie: Winst,
 vaststelling
 zeggenschapsverhoudingen, 1,
 2, 67, 72, 80/81, 184, 185
 e.v., 191 e.v., 215, 377
 e.v., 389
 Accountant(s), 152
 benoeming -, 111
 register -, 111, 152
 Activa, zie: Asset stripper
 Administratiekantoor, 22 e.v.,
 26, 28, 30, 49, 98, 138,
 144, 145, 149, 150, 153 e.v.,
 166, 170/171, 176, 181, 251,
 265, 283, 377, 383, 386/387,
 393
 vgl. ook: Certificaten
 - bestuurssamenstelling (on-
 afhankelijkheid), 383, 387
 - doel, 23, 386/387, 393
 - uitoefening stemrecht, 98,
 386/387, 393
 Administratievoorwaarden, 22,
 24, 43, 155, 386/387
 - organisatie financiële, 22
 Afhankelijke maatschappij, 245,
 250/251
 Afschrijvingen, 115
 Afsplitsing/afstoten concern on-
 derdelen, zie Crown jewel
 constructie
 Agio, 193, 219, 230
 Akte,
 - van levering, zie: Aandeel,
 levering
 - van oprichting, zie: Oprich-
 ting, akte
 - statutenwijziging, zie: Sta-

tutenwijziging, akte
 Annuleringsclausules, 38
 Asset stripper, 38, 173, 174, 370
 Autocratie, 1 e.v., 10
 B
 Banken
 - en onvriendelijke overname/
 overval: 366/367,
 Beding,
 optie -, zie: Optie
 optie overnemings -, 176, 182
 Bekrachtiging,
 - van rechtshandeling tijdens
 oprichting, 47, 48
 Belang(en),
 aandeelhouders -, zie: Aandeel-
 houders
 - bestuurder, zie: Bestuurder
 - certificaaathouders, zie: Cer-
 tificaathouder(s)
 - commissaris, zie: Commissaris
 crediteuren -, 173 e.v., 374
 tegenstrijdig, 34
 vennootschaps, zie: Vennoot-
 schaps, belang
 werknemers -, 172 e.v., 370,
 374, 406
 Beleggingsmaatschappij met veran-
 derlijk kapitaal, 45/46, 51,
 52, 57, 59, 62, 85, 97, 114,
 119, 121, 125, 126, 142,
 175, 198, 205, 208, 211,
 217, 218, 241/242, 248,
 274, 283, 285 e.v.
 Beschermingsmiddelen, 4 e.v.,
 16, 17 e.v., 20, 41 e.v.,
 49, 56, 58, 66, 80, 94 e.v.,
 96, 108, 132, 136, 174, 176,
 249 e.v., 369 e.v.
 zie ook: Cumulatie
 aanvaardbaarheid -, 369 e.v.
 motieven invoering -, 7 e.v.,
 19, 177
 Beschermingsconstructies, 4
 e.v., 16, 17 e.v., 20 e.v.,
 25, 80, 174, 176, 369 e.v.
 zie ook: Cumulatie
 aanvaardbaarheid -, 369 e.v.

motieven invoering -, 7 e.v.,
 19,
 Besloten vennootschap, zie: N.V.
 Besluit,
 zie ook: Bestuur, bevoegdheid
 strijd met de goede trouw,
 167, 178, 193, 209, 378
 uitgifte -, zie: Emissie, be-
 sluit
 Bestuur(s),
 - administratiekantoor, zie:
 Administratiekantoor, be-
 stuurssamenstelling
 - besluiten, goedkeuring ava,
 20, 32, 48/49
 - bevoegdheid, 31, 32, 48, 52,
 108, 117/118, 131, 171,
 178, 194 e.v., 203, 232
 e.v.
 vgl. ook: Emissie, besluit
 continuïteit, 10
 onbehoorlijk, 178
 - prioriteitsstichting, zie:
 Stichting prioriteit
 - stichting Bescherming Conti-
 nuïteit, zie: Stichting,
 bescherming continuïteit
 - taak, 48, 374
 vergadering en rvc, gecombi-
 neerd, zie: Vergadering
 zelfstandigheid -, 3, 9
 Bestuurder
 aantal, 20, 43, 66 e.v., 110
 arbeidsvoorwaarden -, zie: Be-
 stuurder, bezoldiging
 belang -, privé 3, 7
 belet of ontstentenis van -,
 zie: Bestuurder, onstentenis
 of belet
 benoeming -, 20, 31, 42, 43,
 44, 48, 53 e.v., 66/67, 71,
 80, 105, 109, 215, 241, 278
 e.v., 284/285 e.v., 398
 bezoldiging, 20, 43, 71 e.v.
 kwaliteitseisen, statutaire -,
 134
 ontslag -, 43, 63 e.v., 104,
 105, 106 e.v., 109, 215
 ontstentenis of belet van -,
 20, 80 e.v.
 schorsing -, 43, 63 e.v.,
 104, 105, 106 e.v., 109

Beurs,
 - introductie, 233, 388, 395
 e.v., 404
 - koers, zie: Koers
 - notering, 3, 133, 136, 138,
 143, 166, 193, 241
 - overval, zie: Overval
 - vennootschap, 3, 37, 43,
 133, 139, 166
 - - aantal, 45
 Bewijs,
 aandeel -, zie: Aandeel
 - van deelgerechtigdheid,
 oprichters -, zie: Oprichters-
 bewijs
 participatie -, zie: Partici-
 patiebewijs
 prioriteits -, zie: Priori-
 teitsbewijs
 winst -, zie: Winstbewijs
 Bezwaarrecht, zie: Commissaris,
 benoeming
 Bezwarende rechtshandelingen, 48
 e.v., 113
 Biedingsbericht, zie: Fusie
 Bindend(e),
 - voordracht, 20, 31, 43, 44,
 53 e.v., 86/87, 104, 105,
 106, 114, 134, 241, 256,
 260, 266, 276, 278 e.v.,
 284/285 e.v., 398
 Blokkeringsregeling, 18, 20, 24,
 46, 76, 98, 133 e.v., 137,
 139, 146, 147, 148, 158, 159,
 160, 162, 164
 zie ook: Aanbiedingsrege-
 ling; Aandeelhouder(s), kwa-
 liteitseis; Goedkeuringsre-
 geling; X%-regeling
 Bond, zie: Vakbond
 Bijlage X bij het Fondsen-
 reglement, 23, 24, 45,
 179, 227, 233/234, 236, 392
 e.v., 405, 406,

C

Certificaat/Certificering, 20,
 21 e.v., 30/31, 94, 98, 99,
 100, 136, 138, 143, 146,
 150, 155, 166 e.v., 170/171,
 176, 180, 181, 214, 233,

251, 265, 278
 grootboek -, 21
 - houder, rechten/belangen,
 23, 28, 155, 178/171, 387
 royeerbaar -, 24, 143, 155
 beperkt royeerbaar -, 24,
 98, 99, 100, 138, 233, 275
 e.v., 283, 386, 395, 400, 401
 zie ook: X%-regeling
 niet-royeerbaar -, 24, 26
 e.v., 98, 143, 274, 276,
 280, 283 e.v., 384, 401
 Certificering, zie: Certificaat
 Commissaris,
 zie ook: Raad van
 Commissarissen (RvC)
 aantal, 20, 43, 69 e.v., 85
 86, 87, 110
 aftreden -, 259, 264
 belangen behartiging, 258/259
 belet of ontstentenis, 20, 82
 benoeming -, 20, 31, 43, 48,
 53 e.v., 75, 85 e.v., 87,
 109, 215, 241, 259 e.v.,
 278 e.v., 284/285 e.v., 398,
 - - aanbeveling, 105, 254
 e.v.
 - - bezwaar, 105, 254 e.v.
 bevoegdheden -, zie: Raad van
 Commissarissen
 bezoldiging -, 20, 43, 75
 e.v., 110
 gedelegeerd -, 83
 kwaliteitseis, 134
 ontslag -, 43, 63 e.v., 86,
 88, 104, 105, 109, 215,
 260/216
 overheids -, 85, 86, 87 e.v.
 schorsing -, 43, 63 e.v.,
 86, 88, 104, 105, 109
 taak -, 374
 taakverwaarlozing, 260
 vrije -, 85 e.v., 87, 88
 Commissie,
 - van aandeelhouders, zie: Aan-
 deelhouders
 - Van der Grinten, 16, 23, 25,
 178/179, 232, 373, 377,
 381 e.v.
 - Hellema, 17/18, 26, 30
 - vennootschapsrecht, 261
 Concentratie (controle), 10,

389 e.v., 342
 zie ook: SER, besluit fusie-
 gedragsregels
 - verordening, 402
 Concern, zie: Moedervernoot-
 schap; Dochtervereeniging
 - clause, 161
 Continuïteit, zie: Onderneming
 Contractuele regelingen, zie: Op-
 tie, koop; Beding, optie
 overnemings
 Coöptatie, zie: Raad van Commis-
 sarissen, benoemingsstelsel
 Crown jewel constructie, 174,
 175 e.v., 369, 375, 384,
 387, 388
 Cumulatie, beschermingsmiddelen,
 - constructies, 40, 98, 233,
 273 e.v., 384, 388, 393,
 398
 Curator, 123

 D
 Décharge, 30
 Deelneming, 37, 45, 48, 147,
 149, 153, 160 e.v.
 - bevriende aandeelhouders,
 37, 45, 49, 96, 124, 185
 e.v., 203, 214, 226, 228,
 380, 403
 -svrijstelling, 37, 153
 wederzijdse -, 38, 49, 187, 189
 214/215, 238
 Democratie,
 aandeelhouders -, 2
 bedrijfs -, 10
 Departementale Richtlijnen, zie:
 Richtlijnen, Departementale
 Deskundige, zie: Accountant
 Directeur, zie: Bestuur(der)
 Directieverslag, zie: Jaarverslag
 Dividend, 1, 39, 112, 116, 149,
 151, 220, 265
 zie ook: Winst
 interim -, 265
 primaire -, 79
 stock -, 112, 121
 Dochtermaatschappij, 20, 49, 100
 e.v., 161, 175 e.v., 214/215,
 238 e.v.
 bescherming -, zie: Crown

jewel constructie
Doel, 172

- administratiekantoor, zie: Administratiekantoor, doel
- B.V./N.V., 171 e.v.
- overschrijding -, 178
- stichting bescherming continuïteit, zie: Stichting, bescherming continuïteit

E

EEG zie: Richtlijnen Europees
Eén procentsregel, zie: x%-regeling

Effecten, beurs, zie: Beurs; Vereniging voor de Effectenhandel

Eigendom, economisch -, 22 e.v.
juridische -, 22 e.v.

Emissie, 11, 15, 38, 43, 48, 49, 95, 96, 132, 139, 148/149, 152, 156 e.v., 183 e.v., 235

- agressief gebruik, 184, 189 e.v., 221
- als beschermingsmiddel, 14, 20, 57/58, 132, 174, 183 e.v.
- besluit, aantastbaarheid, 191/192, 229
- - aanvaardbaarheid -, 191/192
- - bevoegdheid, 194 e.v., 232 e.v., 382, 386, 392/393, 395, 397, 405
- - ingrijpen door rechter, 185 e.v., 191/192, 229 e.v.
- - ongeldigheid, 229
- - vernietiging, 185 e.v., 191/192, 229 e.v., 254, 264, 378
- defensief gebruik, 184, 187 e.v., 221, 223 e.v.
zie ook: Emissie, als beschermingsmiddel
- koers, 220/221
- oneigenlijke -, zie: Emissie, als beschermingsmiddel
- als rechtshandeling, 201, 235
- als strijdmiddel, 184, 221, 222

zeggenschapsredenen,
zie ook: Emissie, als beschermingsmiddel
Enquête, 86, 88, 254, 378

F

Faillissement, 123
zie ook: Bestuur, onbehoorlijk

Fondsen reglement, 23, 28, 33, 36, 155, 403 e.v.
zie ook: Bijlage X; Vereniging voor de Effectenhandel

Fusie, 24, 39, 153 e.v., 189/190, 363 e.v., 402 e.v.

beschermingsconstructies, zie: Beschermingsconstructies

beschermingsmiddelen, zie: Beschermingsmiddelen

- besluit, 104, 112
- beursoverval, zie: Overval
- code, gedragsregels, zie: SER Fusiegedragsregels
- controle, 389 e.v., 402
zie ook: SER Fusiegedragsregels
- - Europese, 402
- juridische -, 148/149, 153 e.v., 164
- maatschappelijke aspecten, 363 e.v.
- openbaar bod, zie: Openbaar bod,
- SER fusiegedragsregels, zie: SER fusiegedragsregels

G

Gecombineerde vergadering bestuur en rvc, zie: Vergadering

Gekwalificeerde meerderheid, zie: Meerderheid

Gemeenschappelijk Bezitconstructie, zie: Nationaal Bezitconstructie

Goede trouw rechtspersonenrecht, 101, 167, 178, 193, 209

Goedkeuringsregeling, 24, 90, 133, 137, 145, 159

Groep(s), 101
 - maatschappij, 100 e.v.
 - vergadering, 193, 205
 e.v., 215, 217, 237/238
 Grootboekcertificaat, zie:
 Certificaat

H

Handelsregister, 209, 245, 248,
 251, 266
 doorhaling -, 111, 251, 266
 inschrijving -, 209, 245, 248
 opgaaf aan -, 111, 245, 248,
 266

Holding company/Houdstermaat-
 schappij, 29 e.v., 73
 zie ook: Nationaal bezit-
 constructie

I

Informatieve vergadering, zie:
 Aandeelhoudersvergadering,
 informatieve
 Institutionele beleggers, 37,
 187 e.v., 220, 226, 238, 406

J

Jaarrekening, 39,
 goedkeuring gewone -, 112
 - - structuur, 105, 261 e.v.
 openbaarmaking i.v.m. bescher-
 ming, 44, 234, 393, 394
 publikatieplicht -, 265
 vaststelling -, 43, 110, 112,
 261

Jaarvergadering, zie: Aandeelhou-
 dersvergadering
 Jaarverslag, 39, 383, 387, 393,
 394
 financieel -, 39
 openbaarmaking i.v.m. bescher-
 ming, 234

Joint Venture, 107, 222

Juridische fusie, zie: Fusie

K

Kamer van Koophandel, 152
 Kapitaal,

geplaatst -, 152 e.v.
 vermindering -, 11, 104,
 152/153, 205, 209, 215 e.v.,
 238, 239/240,

Kartel, 36

Koers,
 beurs -, 39, 152, 364
 - winst, 371, 372, 374

Koornschoof, 4, 21, 29, 31 e.v.,
 178

Kredietinstelling, 102 e.v., 208

Kunststro, 91/92

Kwaliteitseis, 18, 24, 44, 76,
 134 e.v., 137, 139, 140,
 145, 158, 159, 266

L

Liquidatie,
 - uitkering, 1, 96
 - winst, 219, 228, 230

M

Medezeggenschap(s), zie: Struc-
 tuurregeling; Ondernemings-
 raad; Enquête

Meerderheid, versterkte/gekwali-
 ficeerde, 20, 30, 32, 54, 55,
 56, 63, 64, 65, 68, 71, 78,
 81, 104 e.v., 115, 122, 123,
 124, 125, 126 e.v., 129 e.v.,
 204, 215, 240, 257 e.v., 260,
 261, 262, 267 e.v.

Meldingsplicht fusie, 384, 386
 zie ook: SER fusiegedrags-
 regels; Richtlijnen, EEG

Middelrijke verkrijging/-bezit,
 zie: Deelneming

Moedermaatschappij, 178, 214/215

N

Naamloze Vennootschap, zie: N.V.

Nationaal bezitconstructie, 21,
 26, 28 e.v., 73, 400

Nietigheid inroepen, zie: Emis-
 sie, besluit; Vernietiging

Noteringsovereenkomst, 394, 395,
 396

N.V., B.V., 1 e.v.,

- beurs-, zie : Beurs, vennootschap
aantal - -, 45
contractueel, 2
doel - -, 171 e.v.
institutioneel, 4
 zie ook: Institutionele be-
 leggers
open -, zie: Vennootschap,
open -
publieke -, 10
 zie ook: Vennootschap, open
 publikatieplicht, zie: Jaar-
 rekening, zie: Meldings-
 plicht; zie: Publikatie-
 plicht; zie: Richtlijnen, EEG
structuur -, zie: Structuur-
regeling
- O
- Obligatie,
 converteerbare -, 200, 203
 - houder, 86
- Oligarchische regelingen, 3 e.v.,
16, 18, 20, 26, 30, 41, 43,
48, 49, 54, 63, 69, 80, 89,
90, 123, 129, 247/248, 255 e.v.
zie ook: Aanbiedingsregeling;
Aandeelhouder(s), kwaliteits-
eis; Beschermingsmiddelen;
Blokkeringsregelingen; Goed-
keuringsregeling; Stemrechtbe-
perking; Meerderheid, ver-
sterkte
- Omzetting,
 - n.v./b.v., 170
- Onderling beschermingsacckoord, 38
- Onderlinge regeling tot samenwer-
king, 14, 59, 101, 149, 163
e.v., 246, 250
- Ondernemer, 10
 - schap, modern, 10
- Onderneming(s),
belang -, 3, 17, 10
- continuïteit, 172, 174
- democratie, zie: Democratie
- doelstellingen, 374
groot -, 10
inbreng van -, 29
- overdracht -, zie: Koornschoof
Ondernemingskamer, 86, 88, 258,
260, 386, 390
vgl. ook: Jaarrekening;
Enquête
Ondernemingsraad (WOR), 36, 374
adviesrecht art. 25 WOR, 197,
234, 247
Ontbinding, 129 e.v.
 besluit tot -, 20, 43, 109,
 110 e.v., 129 e.v.
Onvriendelijke overname, zie:
Overname
Openbaar (aan)bod, 15, 40,
179, 189/190, 221, 390,
 zie ook: Overname, onvriende-
 lijk
Oprichting(s)/Oprichters, 47/48,
166
 akte van -, 48, 194
 - bewijs, 47,
 zie ook: Winstbewijs
 departementaal toezicht, zie:
 Richtlijnen, Departementale
 - n.v./b.v., 166
Optie, 52, 197, 189, 200 e.v.,
233/234, 235 e.v., 383,
392/393, 405
 koop -, 176, 182
Orgaan, 42, 49, 52, 57, 66, 68,
71, 74, 75, 76, 77 e.v., 81
Overdracht onderneming, zie: On-
derneming
Overheid(s),
 - commissaris, zie: Commissa-
 ris, overheids
Overname, 24, 39, 153
vgl. ook: Fusie: Onderneming
onvriendelijke -, 13, 15/16,
19, 38, 49, 66/67, 72, 77,
80, 95, 96, 107, 108, 116,
138/139, 220, 237, 365
e.v., 377 e.v., 389
Overige gegevens,
Overval, 12, 13, 15, 19, 38,
49, 66/67, 72, 77, 80, 94/95
96, 107, 108, 116, 138/139,
220, 237, 364/365, 377
e.v., 386
bescherming tegen -, 12, 13,
15, 19, 72, 77, 94/95, 96,
107, 108, 124, 138, 208,

P

Pandora constructie, zie: Crown
jewel constructie; Poison pill
Pandrecht, 89, 148, 157, 159
e.v.
Participatiebewijs, 96
Participatiemaatschappijen, 37,
226
Pensioenfondsen, zie: Instituti-
onele beleggers
Personele unie, 29
Poison pill, 174, 179, 375, 387,
388, 402
Prioriteitsaandeel, zie: Aandeel
Prioriteitsbewijs, 42, 47, 59, 62
Prioriteitsstichting, zie: Stichting,
prioriteit
Procuratiehouder, 84
Proxy solicitation, zie: Volmacht
Publikatieplicht, in verband met
bescherming, 44/45, 234, 383,
387, 393, 394
vgl. ook: Jaarrekening;
Meldingsplicht fusie;
Richtlijnen, EEG

Q

Quorum, 20, 32, 41, 54, 56, 64,
65, 68, 71, 78, 81, 104,
105 e.v., 115, 123, 124,
125, 126 e.v., 257 e.v., 260,
261, 262, 267 e.v.

R

Raad van Advies, 63, 73, 111
Raad van Beheer, 84
Raad van Commissarissen (RvC), 82
vgl. ook: Commissaris;
Structuurregeling
benoemingsstelsel -, 85 e.v.,
87
- - gecontroleerde coöptatie,
43, 85, 246
bestuur, tijdelijk, 82/83
- -structuur n.v., 54, 64, 66
zie ook: Structuurregeling
(goedkeurings)bevoegdheid,

43, 52/53, 67, 68, 74, 80,
108, 118, 130, 131, 202,
210, 211, 234, 246, 383
vergadering, gecombineerd be-
stuur en -, zie: Vergadering
voorzitter, 82
- vaststelling, 246
- - SER beroep, 258
Raad van toezicht, 73, 84
Rapport, zie: Commissie
- Vereniging voor de Effec-
tenhandel, 19, 23, 179,
233, 384 e.v.
Rechtspersoon(lijkheid), 139
e.v., 154 e.v., 160 e.v., 166
Redelijkheid en billijkheid, zie:
Goede trouw
Register,
aandeelhouders -, 132, 166
- accountant, 111, 152
handels -, zie: Handelsregis-
ter
Reserve, 43
kapitaal -, 119
- uitkering, 112, 117, 121
e.v.,
vrije -, 116/117
Reservering, zie: Winst, reserve-
ring
Richtlijnen,
Departementale -, 33, 41, 42,
54, 64, 65, 66, 71, 75, 76,
81, 82, 86, 93, 103, 104,
106, 107, 115, 116, 133,
134, 136, 150, 153, 167,
170, 195, 256, 257, 262,
265, 266, 267
EEG-, algemeen, 36
- - 2e, 49, 183, 184, 192
e.v., 215, 216, 230,
232
- - 5e, 33, 34, 76
- - inzake coördinatie van de
voorwaarden tot toela-
ting van effecten tot
officiële beursnotering,
397, 403/404
- - melding deelnemingen,
384, 402
- - ontwerp, inzake openbare
aanbieding tot aankoop

of ruil (DAK-richt-
lijn), 389, 402
Royerling, zie: Certificaat/
Certificering

S

Sanering onderneming, 11
Schorsing bestuurder, zie:
Bestuurder
- commissaris, zie:
Commissaris

Schuld,
- brief, zie: Obligatie

SER, 28, 87, 179, 258, 406
- besluit fusiegedragsregels,
15, 36, 197, 234, 247,
364, 374, 389, 390

Societas Europaea, zie: Europese
vennootschap

Speculatie-syndicaten, 9

Statutaire beschermingsmiddelen,
zie: Beschermingsmiddelen
buiten - beschermingscon-
structies, zie: Bescher-
mingsconstrucies

Statuten,
departementale controle,
zie: Richtlijnen, Depar-
tementale
- wijziging, 20, 42, 43, 47,
49, 104, 108, 109, 110
e.v., 122 e.v., 166
e.v., 195, 232, 270, 395
- - besluit tot, 20, 42,
43/44, 108, 109, 110
e.v., 123 e.v., 270
- - notariële akte, 194
- - i.v.m. structuurwet, 43/44
251/252, 253, 270/271
- - i.v.m. x%-regeling, 166
e.v.

Stem(men),
administratiekantoor, zie Ad-
ministratiekantoor, uitoe-
fening stemrecht
- overeenkomst, 21, 35
stroman, zie Stroman
volmacht, zie: Volmacht,

Stemrecht, 22 e.v., 26, 89
e.v., 136, 149, 150 e.v.,
157 e.v., 170, 215, 231, 387

- beperking, 3, 20, 30, 42,
56, 81, 89 e.v., 157
e.v., 214, 282 e.v.,
400/401
- - gemachtigde, 91, 99
e.v., 165
- - pandhouder, zie: Pand-
recht
- - vruchtgebruiker: zie
Vruchtgebruiker
- eigen aandelen, 214, 238
meervoudig -, 95

Stichting, 29, 31 e.v.,
zie ook: Koornschoof
- administratiekantoor, zie:
Administratiekantoor
- bescherming continuïteit,
98, 176, 181, 186, 220,
222, 226/227, 234,
238/239, 377, 379, 383,
386, 387, 393
- - bestuurssamenstelling
(onafhankelijkheid),
383, 387, 393
- - doel, 386
- preferente aandelen, zie:
Stichting, bescherming
continuïteit
- prioriteit, 42, 44/45, 47,
176, 181, 379, 387, 394
- - bestuurssamenstelling,
42, 44/45, 394

Stock dividend, zie: Dividend,
stock

Storting, zie: Aandeel

Stroman, 90, 91, 100, 166, 185

Structuurregeling, -wet, -ven-
nootschap, 36, 43 e.v., 46,
51, 52/53, 54, 57, 58, 61,
65, 66, 67, 69, 71, 72, 75,
76, 80, 81, 82, 83, 85, 87,
97, 105, 109, 114, 115, 116,
118, 121, 123/124, 125, 128,
130, 134, 143, 175, 176, 180,
202, 210, 211, 234, 245
e.v., 266, 275 e.v., 374, 399
vgl. ook: Commissaris; Raad
van commissarissen;
zie ook: Handelsregister
- handhaving, 123/124
samentellingsregels, 250/251

- verlicht/verzwakt/beperkt regime, 46, 54, 61, 69, 81, 118, 143, 211, 243, 245/246, 248, 249, 275 e.v.
- vrijstelling, 250 e.v.
- gedeeltelijke, 251, 252
- vijwillige toepassing, 81, 114, 176, 246/247, 248, 252/253, 270/271, 399
- Structuurvennootschap, zie: Structuurregeling
- Sub holding, 20, 175 e.v., 384
- bescherming-, zie: Crown jewel constructie

- T
- Take-over-bid, zie: Openbaar bod
- Tantième, 74, 75, 78, 80
- Toezicht,
 - departementaal, zie: Richtlijnen, Departementale
- Toonder aandeel, zie: Aandeel
- Trustee, 21, 22, 35
- Tweede vergadering, zie: Aandeelhoudersvergadering, buitenlandse gewone

- U
- Ueberfremdung, zie: Aandeelhouder(s), buitenlandse
- Uitkoopregeling, 124

- V
- Vakbond- en onvriendelijke overneming/overval, 367
- Vennootschap(s),
 - belang, 7, 23, 108, 167, 173 e.v., 178, 227
 - beurs -, zie: Beurs, vennootschap naamloze -, zie: N.V.
 - open -, 3, 9, 26
 - orgaan, zie: Orgaan
- Vereenigde Oost-Indische Compagnie, 1
- Vereniging(en)(s),
 - van Effectenbezitters (V.E.B.), 100, 367, 374
 - voor de Effectenhandel (VvdE), 23, 24, 25, 26, 28, 30, 40, 45, 96, 152, 153/154, 178/179, 181/182, 227, 232 e.v. 274, 283, 363, 368, 380/381, 384 e.v., 403, 404, 405
 - rapport van - -, zie: Rapport
 - van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO), 363, 391 e.v., 403, 405
 - vak-, zie: Vakbond
- Vergadering,
 - gecombineerd -
 - bestuur en rvc, 42, 55, 59, 62/63, 67, 68, 70, 109, 118, 120, 122, 126 e.v., 130, 131, 144, 199, 205, 211, 217, 219, 269/270, 399, 401
 - groeps-, zie: Groep(s), vergadering
 - informatieve-, zie: Aandeelhoudersvergadering, informatieve
- Verklaring van geen bezwaar, zie: Ministeriële verklaring, 70
- Vernietiging besluit, 185 e.v., 191/192, 229 e.v.
- Versterkte meerderheid, zie: Meerderheid
- Vertegenwoordiging(s),
 - aandeelhouder in AvA, zie: Volmacht
- Vervreemdingsplicht, zie: Aandeel, overdrachtsverplichting
- Vetorecht,
 - AvA, zie: Commissaris, benoeming
- Volmacht, 21, 32 e.v., 99 e.v., 151/152, 165 e.v., 389
- beperking - verlening, 165 e.v.
- beperking stemrecht gevolmachtigde, zie: Stemrechtbeperking, gemachtigde
- deponering, 34
- herroepelijke -, 33
- instructies, 33
- omvang -, 33

onherroepelijke -, 151/152
 Volstortingsverplichting, zie:
 Aandeel
 Voorkeursrecht, 104, 109, 152,
 156 e.v., 198, 203/204,
 213, 236/237
 Voorziening, 115
 Voting trust overeenkomst, 21
 Vruchtgebruik, 89, 138, 148,
 157 e.v.

W

Werkgelegenheidsbelang, 174
 - maatschappij, 29 e.v.
 - werknemers, 7
 - - en fusie, 174
 - overleg,
 Werkgeversorganisaties en
 onvriendelijke overne-
 ming/overval, 367
 Werknemers, 86, 172 e.v.
 - belang, zie: Belang,
 werknemers
 - organisatie, zie: Vakbond

Winst
 aandeel in -, 1, 74, 75, 78,
 79, 80, 96
 zie ook: Tantième
 - op aandeel, 228
 - bestemming, 20, 115 e.v.,
 117 e.v., 162 e.v.
 - bewijs, 47
 koers -, 371, 172, 374,
 ondernemingsdoelstelling, 172
 ondernemingscontinuïteit,
 zie: Onderneming
 - oogmerk, 371, 372
 recht op -, 1, 136, 228
 reserve(ring) -, 43, 80, 113,
 115, 117 e.v.
 - uitkering, 112, 117 e.v.,
 265
 - vaststelling, 114 e.v.
 - verdeling, 74, 79, 219,
 228, 230

Winst en verliesrekening, 116
 White knight, zie: Deelneming, -
 bevriende aandeelhouder
 WOR zie: Ondernemingsraad

X

X%-regeling, 20, 24, 98, 99,
 100, 135, 136 e.v., 233,
 275 e.v., 386/387, 395, 400,
 401

Z

Zeggenschap(s)

certificaathouders, 22
 e.v., 31, 138, 166, 251,
 377 e.v.
 - emissie, zie: Emissie, be-
 schermingsmiddel

Naam van de vennootschapgenoemd op bladzijde:

ABN - Beleggingsfonds Nederland N.V.	85, 285
ACF HOLDING N.V.	74, 164
AEGON N.V.	173, 311
Ahold N.V.	189, 201, 391
Akzo N.V.	92, 129, 282, 391
Alanheri N.V.	162
Algemene Bank Nederland N.V.	35, 282, 366, 373
N.V. AMEV	99, 165, 223, 225, 226, bijlage 2
Amfas Groep N.V.	38, 223, 226, bijlage 2
Amro All In Fund N.V.	285
Amro Europe Fund N.V.	285
Amro Netherlands Fund N.V.	83, 285
Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.	63, 111, 282, 311, 366
N.V. Rubber Cultuur Maatschappij "Amsterdam"	224, 226, bijlage 2
Amsterdamse Droogdok Mij. N.V.	222
Amstinmij B.V.	38, 222
AMVABEL N.V.	244, 285
Arnhemsche Scheepsbouw Maatschappij N.V.	187, 188, bijlage 2
Assurantieconcern Stad Rotterdam anno 1720 N.V.	225, 226, bijlage 2
N.V. Associatie van Uitgevers van Dagbladen en Tijdschriften (A.U.D.E.T.)	94, 187, 188, bijlage 2
Ballast-Nedam Groep N.V.	190, 192, 222, 229, bijlage 2
BAM Holding N.V.	79, 127
Bandar Rubber	185, 186, 191, bijlage 2
Batenburg Beheer N.V.	50
A.L. van Beek N.V.	182
Beleggingsmaatschappij Adriaan van Erk B.V.	100
Bemco Australië N.V.	285
Maatschappij van Berkel's Patent N.V.	109, 282
N.V. Gebr. Bervoets' Kleedingbedrijven	187, 188, bijlage 2
N.V. Bever Beleggingen	285
BLYDENSTEIN-WILLINK N.V.	53, 284
De Boer Winkelbedrijven N.V.	148
BOGAMIJ N.V.	126, 285
N.V. KONINKLIJKE DISTILLEERDERIJEN ERVEN LUCAS BOLS	78, 139, 177, 187, 188, 391, bijlage 2
Koninklijke Borsumij Wehry N.V.	53, 155

Koninklijke Boskalis Westminster N.V.	60, 144, 156
Bredero Vast Goed N.V.	55
Brink/Molyn Beheer N.V.	153
Bührmann-Tetterode N.V.	200
Caland Holdings N.V.	35
Beleggingsmaatschappij Calvé-Delft N.V.	284
Center Parcs N.V.	120, 161, 212
N.V. CENTRALE SUIKER MAATSCHAPPIJ	38, 51, 189, 284, 391, 400, bijlage 2
Columbia Securities N.V.	286
Crane Nederland N.V.	189
Credit Lyonnais Bank Nederland N.V.	246, 247, 249
N.V. Gemeenschappelijk Bezit Crown Van Gelder	65
DATEX HOLDING N.V.	113
DE DRIE ELECTRONICS BEHEER N.V.	111, 218
N.V. Deli-Maatschappij	224, 226, bijlage 2
Delta-Lloyd Verzekeringsgroep N.V.	190, bijlage 2
Delta Lloyd Investment Fund N.V.	285
DENTEX GROEP N.V.	116
Tapijtfabriek H. Desseaux N.V.	222, 229, 380, bijlage 2
N.V. Dico International	120
G. Dijkers & Co. N.V.	189, bijlage 2
N.V. Doetinchemse IJzergieterij	185, 186, bijlage 2
DORDTSCH PETROLEUM-INDUSTRIE MAATSCHAPPIJ N.V.	134
Douwe Egberts	376
Edah N.V.	189
Elsevier N.V.	52, 122, 180, 182, 226, 365, 366, 379
Engels-Hollandse Beleggings Trust N.V.	285
N.V. Enka	91, 92
Ennia N.V.	223, 224, 226, bijlage 2
N.V. Verenigde Instrumentenfabrieken Enraf-Nonius	154, 157
EOE Dutch Stock Index Fund N.V.	285
De Maatschappij van Wasverwerking (Erdal)	221
Eriks Holding N.V.	285
European Assets Trust N.V.	119, 285
Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N.V.	187, 223, 224
N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigen- fabriek Fokker	23, 88
Furness N.V.	154, 177, 222, bijlage 2
GAMMA HOLDING N.V.	110
GELDERSE PAPIERGROEP N.V.	25, 149, 152, 162
N.V. Gerofabriek	154, 167
GEVEKE ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.	234, 236
Geveke N.V.	109, 218
Gist-Brocades N.V.	38, 51, 68, 189
GRASSO'S KONINKLIJKE MACHINEFABRIEKEN N.V.	391
GROLSCH BIERBROUWERIJ N.V.	141

Groothandelsgebouwen N.V.	232
N.V. GTI HOLDING	119
Hagemeijer N.V.	62, 63
Hamer Holding B.V.	22
N.V. Handelsvereniging voorheen Reiss & Co.	185, 186, 192, bijlage 2
Hatéma N.V.	189, bijlage 2
HCS Technology N.V.	100, 229, 230
Heineken N.V.	29, 59, 73, 84, 131, 187, 391, 400
Heineken Holding N.V.	29, 400
HENDERSON EUROPEAN GROWTH NEDERLAND N.V.	109, 286
HENDERSON SPIRIT OF THE EAST N.V.	286
Huizenbeheer Van Herk B.V.	360, 365, 397
H.E.S. Beheer N.V.	196, 283, 284
Naamloze Vennootschap W.A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek	213
N.V. Holdoh-Houtunie	56, 226, bijlage 2
HOLEC N.V.	99, 282
Hollandsche Kunstzijde Industrie	92
Homburg Holding N.V.	116, 268
HPF Holland Pacific Fund N.V.	286
Holland Sea Search Holding N.V.	78
Hollandsche Beton Groep N.V.	224, 225, 226, 257, bijlage 2
Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken N.V.	284, 391
Verenigde H.V.A. Maatschappij N.V.	183, 186, 189, 192, bijlage 2
ICA HOLDING N.V.	236
IGB Holding N.V.	201
IHC Caland N.V.	236, 244
N.V. Vereenigd Industrieel Bezit	91
Infotheek Groep N.V.	62, 146, 147, 199
Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid - Kondor Groep N.V.	47, 69, 100, 109, 180, 360, 365, 397
Internatio-Müller N.V.	391
Nationaal Bezit van Aandelen Wm.H. Müller & Co.	29
Inter/View Europa N.V.	196, 199
Jessel Europa N.V.	166, 222
Kas-Associatie N.V.	141, 152
N.V. Kemo	190, bijlage 2
KEMPEN & CO. N.V.	102
Klene's Suikerwerkfabrieken N.V.	282
KLM Kledingbedrijven EHCO N.V.	211
KNSM Group N.V.	29, 38, 166, 222, 227, 229, bijlage 2
N.V. Koninklijke Bijenkorf Beheer KBB	236, 244, 284
Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.	45, 88, 96, 225, 226, 354, 391, bijlage 2
Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken N.V.	71, 391

N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE PETROLEUM
MAATSCHAPPIJ

De Koornschoof N.V.	4, 42, 56, 57, 60, 68, 98, 282, 391
KOPPELPOORT HOLDING N.V.	31, 32, 178
Grand Hotel Krasnapolsky N.V.	225, 226, 244, bijlage 2
Landré & Glinderman N.V.	222, bijlage 2
Leidsche Wolspinnerij N.V.	53, 100, 177
Frans Maas Beheer N.V.	127
Macintosh N.V.	155
De Maxwell Petroleum Holding N.V.	83, 212
N.V. Medicopharma	65, 98, 282
Bank Mees & Hope N.V.	112, 144
VAN MELLE N.V.	366
Meneba N.V.	284
	38, 51, 98, 132, 145, 171, 189, 283
Merlant N.V.	222
Minefa Holding B.V.	190
MK International Ventures N.V.	286
N.V. Petroleum Maatschappij "Moeara Enim"	57, 283
Gebr.'s van Mook	365,
Van der Moolen & Co. N.V.	102, 103, 198, 283
Mulder Boskoop N.V.	191, 365
Nederlandsche Mij. tot het verrichten van Mijnbouwkundige Werken N.V.	22
N.V. Mijnmaatschappij Curacao	284
Nagron Nationaal Grondbezit N.V.	bijlage 2
De Nationale Investeringsbank N.V.	128
Nationale-Nederlanden N.V.	37, 158, 190, 311, 375
N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek "Nedap"	83
De Nederlandsche Bank N.V.	126, 130, 227
NEDERLANDSCHE MIDDENSTANDBANK N.V.	103
Koninklijke Nederlandsche Springstoffen- fabrieken N.V.	62, 86, 134
Koninklijke Nedlloyd Groep N.V.	29, 37, 91, 100, 283, 391
Van Nelle Holding N.V.	375, 376
Network Holding B.V.	177, 222
N.V. Beleggingsmaatschappij NEVAS	119, 213
Nierstrasz N.V.	bijlage 2
Van Nievelt Goudriaan en Co's Stoomvaart Maatschappij N.V.	189, bijlage 2
NMB DUTCH FUND N.V.	286
NMB Vastgoed Fonds N.V.	286
Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.	37, 82, 145, 165, 376
Noordelijke Industrie voor Vezelver- werking N.V.	187, 188, 223, 226, bijlage 2,
N.V. Nutricia Gemeenschappelijk Bezit	284
N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia	79
KONINKLIJKE NIJVERDAL TEN CATE N.V.	44
BELEGGINGSMAATSCHAPPIJ "OBAM" N.V.	286
Océ - van der Grinten N.V.	78, 172, 221, 391

Olivar Beheer B.V.	224
Van Ommeren Ceteco N.V.	38, 187, 188, 223, 284, 391, bijlage 2
OTRA N.V.	121, 249
Pakhoed Holding N.V.	50, 391
Palthe N.V.	119
N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandeelen Philips' Gloeilampenfabrieken	30, 51, 84, 172, 311, 391
Pierson, Heldring & Pierson N.V.	366, 367
Polynorm N.V.	111, 156, 168
N.V. Koninklijke Delftsch Aardewerk fabriek "De Porceleyne Fles anno 1653" voorvoorheen Joost Thooft en Labouchere	187, 188, 223, 224, 226, 256, bijlage 2,
De Coöperatieve Centrale Raiffeisen- Boerenleenbank	367
RAVAST N.V.	53, 106, 113
Reesink N.V.	37, 147, 177, 224, 226, 244, bijlage 2
Beleggingsmaatschappij Rentalent N.V.	52, 286
Rentefonds Nederlandse Waarden N.V.	93, 101
RENTOTAAL N.V.	286
ROBECO N.V.	286
RODAMCO N.V.	286
ROLINCO N.V.	286
Rood Testhouse International N.V.	141
Rupax N.V.	22
Rijn-Schelde Machinefabrieken en Scheepswerven N.V.	180, 221
Samas-GROEP N.V.	171
Sanders Behang N.V.	226, bijlage 2
Exploitatie Maatschappij Scheveningen (E.M.S.) N.V.	57
N.V. W.A. Scholten's Aardappelmeel- fabrieken	91, 185, 186, bijlage 2
Koninklijke Scholten-Honig	189
Schuitema N.V.	100, 108, 125, 235
Schuttersveld Holding N.V.	68
Simac Techniek N.V.	197
Smit Internationale N.V.	37, 82
N.V. Koninklijke Sphinx	130, 271
Staal Bankiers N.V.	231
Steenkolen Handelsvereniging N.V.	189
Verenigde machinefabrieken Stork N.V.	173, 187, 212, 225, 226, 391, bijlage 2
Verenigde Machinefabrieken N.V. (VMF)	29, 35, 187, 188, bijlage 2
N.V. Holdingmaatschappij De Telegraaf	74, 155, 187
Text Lite Holding N.V.	121
N.V. Tilburgsche Waterleiding- Maatschappij	91, 92, 93, bijlage 2
Trans Europe Fund N.V.	286

N.V. TWENTSCHE KABEL HOLDING	128
TWIJNSTRA GUDDE N.V.	79, 158, 163, 166
Ubbink N.V.	179, 180
Unigro N.V.	100, 108
Unilever N.V.	57, 84, 391
VastNed N.V.	241, 286
Koninklijke Veenendaalsche Stoomspinnerij en Weverij N.V.	185, 186, bijlage 2
Veneta, Verenigde Nederlandse Tapijtindustrie N.V.	187, 188, 191, bijlage 2
VENTURE FONDS NEDERLAND N.V.	157
N.V. Nationaal Bezit van Aandelen Verenigde Glasfabrieken	249
VIB N.V. 286	
Vigilanter Holding N.V.	37, 110, 111
N.V. Verenigd Bezit VNU	391
Koninklijke Volker Stevin N.V.	196
Vredestein N.V.	22, 71, 189, 192, bijlage 2
Vroom & Dreesmann B.V.	190
Beleggingsmaatschappij WBO International N.V.	286
Wegener Tijl N.V.	38, 44, 140
Wereldhave N.V.	188, 192, 224, 226, 229, 241, 242, 286, bijlage 2
Koninklijke Wessanen N.V.	32, 169, 391
Administratiemaatschappij "Wester Suikerraffinaderij N.V.	400
N.V. Administratie Maatschappij Westertoren	189
Weweler N.V.	173
Simon de Wit N.V.	189, bijlage 2
Wolters Kluwer N.V.	162, 166, 178, 180, 181, 182, 221, 226, 365, 366, 368, 379, bijlage 2
Stoomvaart Maatschappij Zeeland, Koninklijke Nederlandsche Postvaart N.V.	74

Namen van de naamloze vennootschappen, waarvan de statuten, zoals deze op 1 januari 1988 van kracht waren, op aanwezigheid van statutaire beschermingsmiddelen zijn onderzocht (alle naamloze vennootschappen (naar Nederlands recht) waarvan op 1 januari 1988 aandelen ter beurse te Amsterdam, zowel op de officiële markt als de officiële parallel markt, waren genoteerd en werden verhandeld), alsmede een overzicht van de belangrijkste in de statuten van deze vennootschappen opgenomen beschermingsmiddelen.

Legenda.

1. structuur

- | | |
|----------|---|
| volledig | - het volledige structuurregime (art. 153) is van toepassing; |
| beperkt | - het beperkte structuurregime (art. 155) is van toepassing; |
| geen | - noch het volledige, noch het beperkte structuurregime is van toepassing; vennootschap van het gewone model. |

2. prioriteitsrechten

- | | |
|----|---|
| x | - prioriteitsaandelen; |
| xx | - andere soort aandelen of bewijzen, waaraan 'prioriteitsrechten' zijn verbonden. |

3. preferente aandelen

- | | |
|-----|--|
| b | - preferente beschermingsaandelen; |
| f | - preferente financieringsaandelen; |
| b/f | - preferente beschermings- en financieringsaandelen. |

4. bindende voordracht

- b - bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders;
- c - bindende voordracht voor de benoeming van commissarissen.

5. stemrechtbeperking

- x - stemrechtbeperking.

6. certificaten

- ..% - X%-regeling, waarbij tevens het maximaal toegestane percentage is vermeld;
- nrc - uitsluitend niet-royeerbare certificaten zijn ter beurse genoteerd;
- ga/nrc - zowel gewone aandelen als niet-royeerbare certificaten zijn ter beurse genoteerd;
- rc - uitsluitend royeerbare certificaten zijn ter beurse genoteerd;
- ga/rc - zowel gewone aandelen als royeerbare certificaten zijn ter beurse genoteerd.

De namen van vennootschappen zijn geschreven op dezelfde wijze (hoofdletters, kleine letters en leestekens) zoals zij geschreven zijn in de notariële akte van oprichting of laatste statutenwijziging van 1 januari 1988, of eerder.

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
1. Aalberts Industries N.V.	Venlo	geen	x	b	b c		
2. ABN - Beleggingsfonds Nederland N.V.*	Amsterdam	geen	x		b		
3. ACF HOLDING N.V.	Amsterdam	volledig		b			1%
4. AEGON N.V.	Gravenhage	volledig		b			
5. Ahold N.V.	Zaandam	volledig		b			
6. Ahrend Groep N.V.	Amsterdam	volledig		b			1%
7. Akzo N.V.	Arnhem	geen	x	f	b c	x	
8. Algemene Bank Nederland N.V.	Amsterdam	volledig	x	f		x	
9. N.V. AMEV	Utrecht	volledig	x	b			1%
10. Amro All In Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b		
11. Amro Europe Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b		
12. Amro Netherlands Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b		
13. Amsterdam Options Traders (AOT) N.V.	Amsterdam	geen	x		b c		
14. Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.	Amsterdam	volledig	x	f		x	
15. N.V. Rubber Cultuur Maatschappij "Amsterdam"	Amsterdam	geen			b c		
16. N.V. Amsterdamse Rijtuig-maatschappij (A.R.M.)	Amsterdam	geen			b c		
17. AMVABEL N.V.*	Hertogen- bosch	geen	x	b	b c		
18. Assurantieconcern Stad Rotterdam anno 1720 N.V.	Rotterdam	volledig	x	b			1%
19. ATAG HOLDING N.V.	Ulfst	volledig					1%
20. N.V. Associatie van Uitgevers van Dagbladen en Tijdschriften (A.U.D.E.T.)	Nijmegen	volledig		b			1%
21. Automobiel Industrie "Rotterdam" N.V.	Rotterdam	geen		f			
22. BAM Holding N.V.	Gravenhage	volledig		b			
23. Batenburg Beheer N.V.	Rotterdam	volledig	x	b			
24. A.L. van Beek N.V.	Rotterdam	geen	x		b c		
25. Beers N.V.	Gravenhage	volledig					
26. N.V. Koninklijke Nederlandsche Machinefabriek voorheen E.H. Begemann	Helmond	geen	x		b c		
27. Bemco Australië N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
28. Maatschappij van Berkel's Patent N.V.	Rotterdam	geen	x		b c	x	
29. N.V. Bever Beleggingen*	Gravenhage	geen	x		b c		
30. BLYDENSTEIN-WILLINK N.V.	Enschede	volledig		b			nrc
31. BOBEL N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
32. Koninklijke Drukkerij en Uitgeverij v/h C. de Boer Jr. N.V.	Hilversum	volledig		b			
33. De Boer Winkelbedrijven N.V.	Beilen	volledig		b			1%
34. BOGAMIJ N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
35. N.V. KONINKLIJKE DISTILLEERDERIJEN ERVEN LUCAS BOLS	Amsterdam	geen	x	b	b c		1%
36. Koninklijke Borsumij Wehry N.V.	Gravenhage	geen					1%
37. Koninklijke Boskalis Westminster N.V.	Slidrecht	geen	xx	f	b c		2%
38. BRAAT BOUMSTOFFEN N.V.	Gravenhage	geen			b c		
39. Bührmann-Tetterode N.V.	Amsterdam	volledig		b			1%
40. Burgman Heybroek N.V.	Utrecht	volledig					
41. Beleggingsmaatschappij Calvé-Delft N.V.	Delft	geen		f			ga / nrc
42. Center Parcs N.V.	Rotterdam	volledig					1%
43. N.V. CENTRALE SUIKER MAATSCHAPPIJ	Amsterdam	volledig					ga / nrc
44. CHAMOTTE UNIE N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
45. Cindu-Key & Kramer N.V.	Gravenhage	volledig	x	b			
46. Credit Lyonnais Bank Nederland N.V.	Rotterdam	beperkt					
47. N.V. Gemeenschappelijk Bezit Crown Van Gelder	Velsen	geen	x		b c		1%
48. DATEX HOLDING N.V.	Amsterdam	geen	x		b c		
49. Delta Lloyd Investment Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
50. Tapijtfabriek H. Desseaux N.V.	Oss	volledig	x	b			
51. DORDTSCH PETROLEUM-INDUSTRIE MAAT- SCHAPPIJ N.V.	Amsterdam	geen		f	b		
52. Van Dorp Groep N.V.	Nieuwegein	volledig					
53. Econosto N.V.	Rotterdam	volledig	x	b			
54. Elsevier N.V.	Amsterdam	volledig	x	b			1%

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- tets rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
55. N.V. Emba	Gravenhage	volledig					
56 Engels-Hollandse Beleggings Trust N.V.*	Amsterdam	geen		f	b c		
57. N.V. Verenigde Instrumentenfabrieken Enraf-Nonius	Delft	volledig	x				1%
58. EOE Dutch Stock Index Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
59. Eriks Holding N.V.	Alkmaar	volledig					1%
60 Europe Growth Fund N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
61. European Assets Trust N.V.*	Amsterdam	geen			b		
62. N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker	Amsterdam	volledig	x	b			
63. Furness N.V.	Rotterdam	volledig	x	b			1%
64 GAMMA HOLDING N.V.	Helmond	volledig		f			
65 GEVEKE ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.	Amsterdam	geen		b	b c		
66. Geveke N.V.	Amsterdam	volledig					
67. van der Giessen-de Noord N.V.	Krimpen a/d IJssel	volledig	x				
68. Gist-Brocades N.V.	Delft	volledig		b			1%
69 Goudsmit N.V.	Utrecht	geen			b c		
70. GRASSO'S KONINKLIJKE MACHINEFABRIEKEN N.V.	Hertogen- bosch	volledig		b			
71. GROLSCHIE BIERBROUWERIJ N.V.	Enschede	volledig	x				1%
72. N.V. GTI HOLDING	Nieuwen- gein	volledig		b			
73. Hagemeijer N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
74. HCS Technology N.V.	Apeldoorn	geen	x	b	b c		
75. Heineken N.V.	Amsterdam	geen			b c		
76. Heineken Holding N.V.	Amsterdam	geen	x		b		
77. HENDERSON EUROPEAN GROWTH NEDERLAND N.V.*	Amsterdam	geen					
78. HENDERSON SPIRIT OF THE EAST N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
79. Naamloze Vennootschap W.A. Hoek's Machine- en Zuurstoffabriek	Schiedam	volledig	x	b			
80. N.V. Holdoh-Houtunie	Coevorden	geen		b	b c		

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep	certifi- caten
81 HOLEC N.V.	Utrecht	volledig				x	
82. HPF Holland Pacific Fund N.V.*	Amsterdam	geen					
83 Holland Sea Search Holding N.V.	Gravenhage	geen	x	b	b c		
84. Hollandia Kloos Holding N.V.	Krimpen a/d IJssel	volledig		b			
85. Hollandsche Beton Groep N.V.	Rijswijk (Z-H)	volledig	x	b			
86. Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken N.V.	IJmuiden	volledig	x				nrc
87. Van der Hoop & Co. N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
88 ICA HOLDING N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		rc
89. IGB Holding N.V.	Breda	geen	x	b	b c		
90 IHC Caland N.V.	Rotterdam	geen		b	b c		
91. N.V. Industriële Maatschappij	Gravenhage	geen			b c		
92 Ingenieurs Bureau Bouwnijverheid - Kondor Groep N.V.	Leiden	geen	xx	b	b c		
93. INTEREFFEKT 500 N.V.	Joure	geen			b c		
94. Internatio-Müller N.V.	Rotterdam	volledig		b			
95 Kas-Associatie N.V.	Amsterdam	volledig					1%
96. N.V. Koninklijke Nederlandse Fabrieken van Gouden en Zilveren Werken Van Kempen en Begeer	Zeist	volledig					
97 KEMPEN & CO. N.V.	Amsterdam	geen			b c		
98. Klene's Suikerwerkfabrieken N.V.	Amsterdam	geen			b c	x	
99. N.V. Koninklijke Bijenkorf Beheer KBB	Amsterdam	volledig	x	b / f			ga / nrc
100. Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.	Amstelveen	volledig	x	b / f			
101 Koninklijke Nederlandse Papierfa- brieken N.V.	Maastricht	volledig		b			
102. N.V. KONINKLIJKE NEDERLANDSCHE PETROLEUM MAATSCHAPPIJ	Gravenhage	geen	x		b c	x	
103 KOPPELPOORT HOLDING N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
104. Grand Hotel Krasnapolsky N.V.	Amsterdam	volledig	x	b			
105 Landré & Glinderman N.V.	Diemen	geen			b c		
106 Leidsche Wolspinnerij N.V.	Leiden	volledig	x	b			

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
107. Frans Maas Beheer N.V.	Venlo	volledig					1%
108. Macintosh N.V.	Stein	geen			b		
109. De Maxwell Petroleum Holding N.V.	Amsterdam	geen			b c	x	
110. N.V. Medicopharma	Zaanstad	volledig					1%
111. MELIA INTERNATIONAL N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
112. Bank Mendes Gans N.V.	Amsterdam	geen			b		
113. Meneba N.V.	Rotterdam	volledig				x	1%
114. MHV Amsterdam Handelmaatschappij N.V.	Amsterdam	geen			b		
115. MK International Ventures N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
116. N.V. Petroleum Maatschappij "Moeëra Enim"	Amsterdam	geen			b c	x	
117. Van der Moolen & Co. N.V.	Amsterdam	geen	x		b c	x	
118. Mulder Boskoop N.V.	Boskoop	geen			b c		
119. Multihouse N.V.	Gouda	volledig	x	b			
120. Nederlandsche Maatschappij tot het verrichten van Mijnbouwkundige Werken N.V.	Rotterdam	geen		b			
121. Naeff N.V.	Lochem	geen			b c		
122. NAGRON Nationaal Grondbezit N.V.	Gravenhage	volledig		b			1%
123. De Nationale Investeringsbank N.V.	Gravenhage	volledig		f			
124. Nationale-Nederlanden N.V.	Delft	volledig		b			1%
125. N.V. Verenigde NBM-Bedrijven	Gravenhage	volledig	x	b			
126. N.V. Nederlandsche Apparatenfabriek "Nedap"	Groenlo	geen	x	b	b c		
127. NEDERLANDSCHE MIDDENSTANDBANK N.V.	Amsterdam	volledig	x				
128. Koninklijke Nederlandsche Springstof- fenfabrieken N.V.	Amsterdam	geen	xx		b		rc
129. Koninklijke Nedlloyd Groep N.V.	Rotterdam	volledig	x			x	
130. NMB DUTCH FUND N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
131. NMB Vastgoed Fonds N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
132. NORIT N.V.	Amersfoort	volledig	x	b			
133. Nederlandse Participatie Maatschappij N.V.	Amsterdam	geen			b c		1%

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certif- catei.
134. N.V. Nutricia Gemeenschappelijk Bezit	Zoetermeer	geen	xx	f	b c		
135. N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia	Zoetermeer	volledig	x				nrc
136. KONINKLIJKE NIJVERDAL TEN CATE N.V.	Almelo	volledig		b			
137. BELEGGINGSMAATSCHAPPIJ "OBAM" N.V.*	Amsterdam	geen	xx		b c		
138. Océ - van der Grinten N.V.	Venlo	geen	x	b	b c		
139. Van Ommeren Ceteco N.V.	Rotterdam	geen	x		b c		nrc
140. OTRA N.V.	Amstelveen	bepakt	x				
141. Pakhoed Holding N.V.	Rotterdam	volledig					1%
142. Palthe N.V.	Almelo	volledig		b			
143. N.V. Gemeenschappelijk Bezit van Aandeelen Philips' Gloeilampenfa- brieken	Eindhoven	geen	x		b		
144. Polynorm N.V.	Bunschoten	volledig	x				1%
145. William Pont N.V.	Zaandam	volledig					
146. N.V. Koninklijke Delftsch Aardewerk fabriek "De Porceleynse Fles anno 1653" voorheen Joost Thooft en Labouchere	Delft	volledig		b			
147. Pronam N.V.	Amsterdam	geen	x		b c		
148. Proost en Brandt N.V.	Amsterdam	volledig	x				
149. RAVAST N.V.	Gravenhage	geen	x	b	b c		
150. Reesink N.V.	Zutphen	volledig		b / f			1%
151. Beleggingsmaatschappij Rentalent N.V.*	Hertogen- bosch	geen	x		b c		
152. RENTOTAAL N.V.*	Amsterdam	geen	x		b c		
153. Riva N.V.	Amsterdam	volledig					ga / nrc
154. ROBECO N.V.*	Rotterdam	geen					
155. RODAMCO N.V.*	Rotterdam	geen					
156. ROLINCO N.V.*	Rotterdam	geen		f			
157. Samas-GROEP N.V.	Maarssen	volledig		b			1%
158. Sanders Behang N.V.	Rotterdam	volledig		b			
159. Sarakreek Holding N.V.	Amsterdam	geen			b		

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep	certifi- caten
160 Schuttema N V	Amersfoort	volledig	x	b			
161 Schuttersveld Holding N V	Enschede	volledig	x				
162 Smit Internationale N V	Rotterdam	volledig	x				rc
163 N V Koninklijke Sphinx	Maastricht	volledig					1%
164 Staal Bankiers N V	Gravenhage	geen	x	b / f	b c		1%
165 Verenigde machinefabrieken Stork N V	Amsterdam	volledig	x	b			
166 N V Holdingmaatschappij De Telegraaf	Amsterdam	volledig	x	b			1%
167 TEXTIELGROEP TWENTHE N V	Almelo	volledig		b			
168 Trans Europe Fund N V *	Amsterdam	geen			b c		
169 Tulip Computers N V	Hertogen- bosch	geen	x	b	b c		
170 N V TWENTSCHE KABEL HOLDING	Haaksber- bergen	volledig	x	b			1%
171 TWIJNSTRA GUDE N V	Deventer	geen					1%
172 Ubbink N V	Doesburg	volledig					
173 UNI-INVEST N V	Amsterdam	geen	x		b c		
174 Unilever N V	Rotterdam	geen	xx	f	b		ga / rc
175 VastNed N V *	Breda	geen	x		b c		
176 VENTURE FONDS NEDERLAND N V	Rotterdam	geen	x		b c		1%
177 N V Nationaal Bezit van Aandelen Vereenigde Glasfabrieken	Schiedam	beperkt					
178 N V Vereenigde Transatlantische Hypotheekmaatschappijen (United Transatlantic Mortgage Companies)	Gravenhage	geen	xx		b c		
179 N V Verto	Rotterdam	volledig		b			rc
180 VIB N V *	Utrecht	geen	x		b c		
181 N V Verenigd Bezit VNU	Haarlem	volledig	x	b / f			
182 Koninklijke Volker Stevin N V	Rotterdam	geen		b	b c		1%
183 Vredestein N V	Velp	volledig	x				1%
184 N V Gemeenschappelijk Bezit VRG	Amsterdam	volledig		b			
185 Beleggingsmaatschappij WBO Internationale N.V. *	Amsterdam	geen			b		

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

VENNOTISCHAPPEN GENOTEERD OP DE OFFICIELE MARKT PER 1 JANUARI 1988

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
186. Wegener's Couranten Concern N.V.	Apeldoorn	volledig	x	b			1%
187. Wereldhave N.V.*	Gravenhage	geen	x	b	b c		
188. Koninklijke Wessanen N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		1%
189. Administratiemaatschappij "Wester Suikerraffinaderij N.V.	Amsterdam	geen					
190. Westhaven Amsterdam N.V.	Gravenhage	geen	x	b / f	b c		
191. Wolters Kluwer N.V.	Zwolle	volledig		b / f			2%
192. Wyers Beheer N.V.	Amsterdam	volledig	x	b			
193. Stoomvaart Maatschappij Zeeland, Koninklijke Nederlandsche Postvaart N.V.	Hoek van Holland (R'dam)	volledig					
TOTAAL officiële markt	volledig	90	101	b 80	89 74	12	X% 41
	geen	100		f 20			nrc 4
	beperkt	3					ga/nrc 4
							rc 4
							ga/rc 1
		193	101	100	89 74	12	54

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- teits rechten	prefe- rente aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
1. Alanheri N.V.	Venlo	geen					1%
2. BERGHUIZER PAPIERFABRIEK N.V.	Wapenveld (Heerde)	volledig	x	b			1%
3. Columbia Securities N.V.*	Amsterdam	geen			b c		
4. Content Beheer N.V.	Gravenhage	geen	x	b	b c		
5. DE DRIE ELECTRONICS BEHEER N.V.	Ede	geen					
6. DENTEX GROEP N.V.	Nieuw- Vennep	geen	x		b c		
7. N.V. Dico International	Uden	volledig		b			
8. DOCdata N.V.	Venlo	geen	x	b	b c		
9. GELDERSE PAPIERGROEP N.V.	Apeldoorn	volledig					1%
10. Gouda Vuurvast Holding N.V.	Gouda	geen	x		b c		1%
11. Groenendijk Beheer N.V.	Ridderkerk	geen					1%
12. Grontmij. N.V.	De Bilt	volledig		b			1%
13. Verenigde Bedrijven De Groot N.V.	Bloemen- daal	geen		b	b c		1%
14. Groothandelsgebouwen N.V.	Rotterdam	geen	x	b	b c		1%
15. H.E.S. Beheer N.V.	Rotterdam	volledig				x	nrc
16. Homburg Holding N.V.	Cuyk	volledig	x				1%
17. Infotheek Groep N.V.	Leiden	geen	x		b c		1%
18. Inter/View Europa N.V.	Amsterdam	geen	x		b c		
19. Investeringsmaatschappij Nederland Holding N.V.	Arnhem	geen	x		b c		1%
20. KLM Kledingbedrijven EHCO N.V.	Haaks- bergen	volledig		b			
21. Kooijman Effectenkantoor N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
22. Kühne & Heitz N.V.	Rotterdam	geen		b	b c		
23. Management Share N.V.	Amsterdam	geen	x	b	b c		
24. VAN MELLE N.V.	Rotterdam	geen		b	b c		nrc
25. N.V. Mijnmaatschappij Curacao	Amsterdam	geen	xx		b		nrc
26. N.V. Nationale Borg-Maatschappij	Amsterdam	geen	x	b	b c		5%
27. N.V. Nederlandsche Elevator Beleggings Maatschappij	Rotterdam	geen					

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Statutaire naam	statutaire plaats van vestiging	structuur	priori- taits rechten	prefe- renta aandelen	bindende voordracht	stem- recht bep.	certifi- caten
28. Nedschroef Holding N.V.	Helmond	volledig		b			
29. N.V. Beleggingsmaatschappij NEVAS	Hertogen- bosch	geen		f			1%
30. Neways Electronics International N.V.	Eindhoven	geen	x	b	b c		
31. ORDINA BEHEER N.V.	Utrecht	geen	x	b	b c		
32. P & C Groep N.V.	Rijswijk (Z-H)	volledig		b			rc
33. Phoenix Beheer N.V.	Rotterdam	geen	xx		b c		
34. Pie Medical N.V.	Maastricht	geen	x	b	b c		
35. Public Storage International N.V.	Rotterdam	geen	x		b c		
36. Rood Testhouse International N.V.	Heerde	geen	x		b c		1%
37. Ruys en Kramers Beleggings Maatschappij N.V.	Gravenhage	geen			b c		1%
38. Simac Techniek N.V.	Veldhoven	geen	x	b	b c		
39. Text Lite Holding N.V.	Amsterdam	geen			b c		
40. Koninklijke Verkade N.V.	Zaanstad	volledig	x	b			1%
41. V.H.5-Onroerend Goed Maatschappij N.V.	Rotterdam	geen	x		b c		
42. Vigilanter Holding N.V.	Rotterdam	geen					
43. Weweler N.V.	Apeldoorn	geen	x		b c		1%
44. N.V. Handelmaatschappij voorheen Joh. Wolff & Co.	Gouda	volledig	x	b			1%
TOTAAL parallelmarkt	volledig	11	25	b 21	27 26	1	X% 18
	geen	33		f 1			nrc 3
	beperkt	-					rc 1
		44	25	22	27 26	1	22

TOTAAL officiële markt en parallelmarkt	volledig	101	126	b 101	116 100	13	X% 59
	geen	133		f 21			nrc 7
	beperkt	3					ga/nrc 4
		237	126	122	116 100	13	76

* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Bijlage 2

Overzicht van de beursvennootschappen, die in de periode 1945 tot 1 januari 1988 als beschermingsmiddel of als strijdmiddel o.a. gewone, dan wel preferente aandelen hebben uitgegeven.

No / bedreigde/overval- jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
1 N V Doetinchemse 1949 IJzergieterij gevestigd te Doetinchem	N V Uitgevers Maatschappij C Misset (Misset) gevestigd te Doetinchem	verwerving aandelen bij reorganisatie van de vennootschap, geleidelijke aankopen ter beurze	- uitgiftebevoegdheid rvc, gehoord het bestuur, - bindende voordracht benoeming bestuurders, - beschikken over reserves afa op voorstel rvc, - statutenwijziging en ontbinding versterkte meerderheid en quorum	doorbreking machtspos tie van een meerderheids aandeelhouder
2 Bandar Rubber en 1955 Bandar Olie gevestigd te Amsterdam	Groep Stevenson- Willems	samenwerking van aandeelhouders	- uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht benoeming bestuurders en commissarissen, - ontslag bestuurders en commissarissen versterkte meerderheid en quorum	tegen machtsposi- tie van samenwer- kende aandeelhouders
3 N V W A Scholten s 1955 Aardappelmeelfabrieken, gevestigd te Groningen	Dr E A H Scholten, commissaris - 10% aandeelhouder (meerderheid in ava door gebruik stromannen)	stromannen	- preferente financieringsaandelen, - stemrechtbeperking (6 stemmen), - statutenwijziging en ontbinding versterkte meerderheid en quorum	doorbreking van de machtspositie van een met stromannen werkende groot-aandeelhouder-commissaris
4 N V Gebr Bervoets 1963 Kledingbedrijven gevestigd te Rotterdam	onbekende koper	geleidelijke aankopen ter beurze	- preferente (prioriteits)aandelen A en preferente financieringsaandelen B, - uitgiftebevoegdheid rvc, - kwaliteits- en bindende voordracht benoeming bestuurders en rvc, - stemrechtbeperking (6 stemmen), - reservering bestuur in overleg met rvc, - statutenwijziging en ontbinding voorstel bestuur en rvc, voorafgaande toestemming pref A, versterkte meerderheid en quorum	

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte gewone aandelen; opgegeven motief: kapitaalbehoefte	HR 1 april 1949, NJ 1949, 465		verlies meerderheids- positie van Misset
aandelen Bandar Olie ge- certificeerd (NRC's); be- stuur stichting administra- tiekantoor wordt gevormd door directie Bandar Rubber; uitgifte gewone aandelen over en weer	FD: 1 en 10/11 febr.1955		
uitgifte gewone aandelen; voorstel statutenwijziging, inhoudende invoering prio- riteitsaandelen; naderhand verhoging kapitaal waaron- der cum pref.winstdelende aandelen	Rb. Groningen 1956, Hof Leeuwarden 1961, HR 4 jan 1963, NJ 1964, 434 (G.J.S.) AA 1963, 222 (G.)		verlies meerderheids- positie Dr Scholten
op verzoek van het bestuur hebben bevriende relaties pakketten aandelen genomen	FD 30 okt.1963	transacties waren kennelijk voor rekening en risico van de ven- nootschap	bij terugkeer van de rust zijn deze pakket- ten weer doorverkocht

No / bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
5 Arnheimsche Scheeps- 1964 bouw Maatschappij N V , gevestigd te Arnhem	onbekende koper	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en com- missarissen, - reservering en beschikking over reserves bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ont- binding op voorstel priori- teit of rvc, versterkte meerderheid en quorum	
6 Koninklijke Veenen- 1967 daalsche Stoomspin- nerij en Weverij N V , gevestigd te Veenendaal	J C Bottenheim (directeur-groot- aandeelhouder)	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - ontslag bestuurders, statutenwijziging en ont- binding versterkte meerderheid en quorum	houding van Bot- tenheim ontmoette bezwaren vennoot- schap wil Botten- heim ontslaan om- dat de vennoot- schap anders onbe- stuurbaar zou worden
7 Van Nievelt 1968 Goudriaan en Co s Stoomvaart Maat- schappij N V , gevestigd te Rotterdam	N V Veem en de Nederlandsche Overzeebank na- mens Zwitsers/ Noorse groep		- prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - kwaliteitseisen en binden- de voordracht benoeming be- stuurders en commissarissen; - reservering bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ont- binding, versterkte meerder- heid en quorum	contact met be- vriende relatie Steenkolen Han- dels Vereeniging N V (SHV)
8 G Dijkers & Co N V 1968 (Dijkers) gevestigd te Hengelo	Crane Nederland N V (Crane)	voornemen open- baar bod	- continuïteits/belang sub-doelenden, - prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid prioriteit, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ont- binding, versterkte meer- derheid en quorum	behoefte aan sa- menwerking met n ander concern Rockwell Audco S A (RASA), kapitaalbehoefte

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte gewone aandelen aan Nederlandse Participa- tie Maatschappij N.V. en twee institutionele beleg- gers; voorstel statuten- wijziging, inhoudende aan- delen op naam; RC's; geen voorkeursrecht, stemrecht- beperking	FD 10 febr.1964	statutenwijziging aange- nomen met de stemmen van de nieuw uitgegeven aandelen	1966. Uitgifte terugge- draaid middels een in- koop van aandelen
uitgifte gewone aandelen aan Staflex International Ltd. (Londen)	in kort geding betwis- ting door Bottenheim van geldigheid uitgifte; Pres.Rb.Arnhem 22 sept. 1967, NV 45, 125 FD 19,21 en 26 sept.1967	Vereniging voor de Ef- fectenhandel stelt com- missie in teneinde be- leid commissarissen m.b.t.o.a de uitgifte te beoordelen.Conclusie: er stond commissarissen geen andere weg open	verlies machtspositie van Bottenheim
aanvankelijk verlening van een optie, naderhand uit- gifte gewone aandelen aan SHV	FD 5 en 21/23 sept.1968	openbaar bod van SHV op alle nog bij derden uitstaande aandelen	openbaar bod van SHV geslaagd
uitgifte gewone aandelen aan RASA	in kort geding betwis- ting door Crane geldig- heid uitgifte. Crane ver- liest KG en ziet af van hoger beroep. Pres.Rb.Almelo 1 nov. 1968, AA 1969, 377 FD 10 en 31 okt, 6 en 15 nov. en 6 dec.1968		RASA gaat samenwerken met Dijkers

No./ bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
9 Verenigde Machine- 1969 fabrieken N.V. gevestigd te 's-Gravenhage	onbekende koper	aanwijzingen van mogelijk openbaar bod door anonieme overvaller	- continuïteits/belang sub-doeleinden; - prioriteitsaandelen; - uitgiftebevoegdheid: bestuur en rvc, goedkeu- ring prioriteit; - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen; - statutenwijziging en ont- binding: versterkte meer- derheid en quorum	wil onderhandelen met overvaller
10 Hatéma N.V. 1969 gevestigd te Helmond	Duitse textiel- fabrikant	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- preferente (prioriteits-) aandelen; - uitgiftebevoegdheid: rvc; - bindende voordracht benoe- ming bestuurders en commis- sarissen; - reservering: rvc, voorstel bestuurders, - statutenwijziging en ont- binding: voorafgaande goed- keuring prefs (versterkte meerderheid en quorum) en versterkte meerderheid en quorum	ondersteuning van het reeds door Texoprint uitge- brachte bod
11 N.V. Rubberfabriek 1970 Vredestein (Vredestein) gevestigd te 's-Gravenhage		geleidelijke aan- kopen ter beurze; openbaar bod	- prioriteitsaandelen; - aandelen op naam, cer- tificaten; - goedkeuring bestuur voor overdracht aandelen indien een natuurlijk of rechts- persoon daardoor meer dan f. 100 000,— verkrijgt; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc; - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen; benoeming 2 commissarissen door prioriteit; - statutenwijziging en ont- binding: versterkte meer- derheid en quorum, tenzij gunstig advies prioriteit	ondersteuning bod Goodyear

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
verlenen van optie aan een bevriende groep (o l v Algemene Bank Nederland N V) tot het nemen van gewone aandelen te plaatsen aandelen zullen worden volgestort doch zijn beperkt in hun dividendrecht'	FD 4 jan en 19 juni 1969	optie onder bijzondere voorwaarden Bedoeld als tijdelijke maatregel waarvan de kracht ligt in de openbaarheid	niet overvallen en geen onvriendelijke overname (zie ook nr 51)
uitgifte gewone aandelen aan Texoprint	FD 12,13,19 en 20 juni en 25 sept 1969	motief voor uitgifte behoefte aan kapitaal	
uitgifte gewone aandelen aan Goodyear, Conoreum (dochtervennootschap van Vredestein) doet onder garantie van Vredestein bod op bij derden uitstaande aandelen	kort geding Goodrich tegen Vredestein Goodrich 1 eist overdracht bandenfabriek 2 betwist geldigheid uitgifte, Goodrich wint procedure nr 2, Hof bekrachtigt, Vredestein stelt geen cassatie in Pres Rb 's-Gravenhage 22 mei 1970, NV 48, 51, Pres Rb 's-Gravenhage 26 juni 1970, NV 48, 82, Hof 's-Gravenhage 15 apr 1971, NJ 1971, 301 FD 23 en 26 mei, 12,13 en 17 juni 1970, 19 en 20 okt 1971	evenals bij Dikkers hadden aandeelhouders Vredestein bij uitgifte van aandelen een voorkeursrecht, tenzij de rvc op voorstel van het bestuur in een uitzonderlijk geval in het belang van aandeelhouders anders besliste	verbod aan Goodyear om op geëmitteerde aandelen stem uit te brengen minnelijke schikking, samenwerking tussen Goodrich en Vredestein

No / bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvalleur/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
12 N V Handelsveren- 1970 ging voorheen Reiss & Co (Reiss) gevestigd te Amsterdam	Immofarm AG (Immofarm) gevestigd te Zurich	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en com- missarissen, - reservering bestuur goedkeuring rvc - statutenwijziging en ont- binding op voorstel be- stuur en rvc, versterkte meerderheid en quorum	
13 Noordelijke In- 1970 dustrie voor Vezel- verwerking N V gevestigd te Groningen	Clark and Fenn (Holdings) Ltd gevestigd te Londen	voornemen open- baar bod	- prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding, versterkte meerderheid en quorum	er was geen sprake van serieuze on- derhandelingen
14 N V Associatie van 1971 Uitgevers van Dag- bladen en Tijd- schriften (A U D E T) gevestigd te Nijmegen	consortium, waar- van o a deel uit- maakt N V Holdingmaatschap- pij De Telegraaf	voornemen open- baar bod	- prioriteitsbewijzen, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - stemrechtbeperking	
15 Simon de Wit N V 1972 (Simon de Wit) gevestigd te Zaandam	onbekende koper	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- aandelen A (prioriteits- rechten), - uitgiftebevoegdheid prioriteit, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - ontslag bestuurders en commissarissen, versterkte meerderheid en quorum, - statutenwijziging en ontbinding, alleen op voor- stel aandelen A, versterk- te meerderheid	ondersteuning van het reeds door Albert Heijn N V (AH) uitgebrachte bod

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte gewone aandelen aan Bank Mees & Hope N V voorstel statutenwijziging, inhoudende invoering van prioriteitsaandelen met vergaande bevoegdheden	in kort geding betwisting door Immofarm geldigheid uitgifte en stat wijziging Immofarm verliest Hof Immofarm verliest, doch Reiss handelde in strijd met redelijkheid en billijkheid Pres Rb Amsterdam 1 sept 1970, NJ 1970, 401, Hof Amsterdam 1 apr 1971, NJ 1972, 428 FD 2 sept 1970, 7 april 1971	statutenwijziging aangenomen met stemmen van de nieuw uitgegeven aandelen	handhaving status quo, Hof anders te ingrijpende maatregelen voor Reiss en haar aandeelhouders
uitgifte van 1 gewone aandelen aan Bank Mees & Hope N V, 2 na statutenwijziging cumulatief preferente aandelen aan Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N V (converteerbare in gewone aandelen)	FD 26,27 28 en 29 okt 1970	motief voor uitgifte financieringsproblemen	geen openbaar bod
uitgifte van gewone aandelen aan 26 bevriende relaties, voorstel statutenwijziging, inhoudende invoering preferente aandelen en afschaffing stemrechtbeperking	bezwaarschrift bij MvJ tegen afgeven verklaring van geen bezwaar, verklaring van geen bezwaar verleend FD 6 en 11 jan 1972	statutenwijziging aangenomen met stemmen van de nieuw uitgegeven aandelen	akte van statutenwijziging gepasseerd Geen openbaar bod
AH verhoogt het bod, Simon de Wit verleent een onvoorwaardelijke optie aan AH op gewone aandelen	FD 21 febr ,14,16 en 28 maart 1972	Edah N V had ook interesse	bod van AH wordt aanvaard

No / bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
16 Verenigde H V A - 1972 Maatschappijen N V (HVA I) gevestigd te Amsterdam	N V Administra- tie Maatschappij Westertoren (Westertoren) ge- vestigd te Amsterdam	Westertoren reeds aandeelhouder van 10% van het ge- plaatste kapitaal, daardoor beslis- sende zeggenschap, afwijzing voorstel bestuur tot statu- tenwijziging, 1%- regeling gecombi- neerd met certifi- cering en afwij- zing dividend- voorstel	- uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en com- missarissen, - reservering op voorstel bestuur in overleg met rvc - beschikking over reserves: bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ont- binding versterkte meer- derheid en quorum	doorbreken machts- positie van groot- aandeelhouder
17 Verenigde H V A - 1972 Maatschappijen N V (HVA II) gevestigd te Amsterdam	N V Administra- tie Maatschappij Westertoren (Westertoren) gevestigd te Amsterdam		idem	
18 Veneta, Verenigde 1972 Nederlandse Tapijt- industrie N V gevestigd te Hilversum	V A Vermogensver- waltung A G te Gronau (W D) en een andere on- bekende koper	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - ontslag bestuurders en commissarissen, versterkte meerderheid en quorum, - statutenwijziging en ontbinding, versterkte meerderheid en quorum	wil in vrijheid kunnen handelen

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte van gewone aandelen aan Investeringsbank Amsterdam N V , voorstel statutenwijziging, inhoudende 1%-regeling gecombineerd met certificering	in kort geding betwisting door Westertoren geldigheid uitgifte Westertoren verliest, Hof Westertoren wint, geen volstorting, schijnemissie Pres Rb Amsterdam 7 aug 1972, Hof Amsterdam 12 jan 1973, NJ 1975, 7, Hof Amsterdam 30 maart 1973, NJ 1975, 7 FD 8 en 9 aug 1972, 17 mei 1973	mogelijkheid terugkopen uitgegeven aandelen tegen emissiekoers	intrekking uitgegeven aandelen, ontbinding overeenkomst met Investeringsbank Amsterdam (zie ook 17)
uitgifte van gewone aandelen aan Société Financiere des Caoutchoucs "Socfin" S A (Socfin), voorstel statutenwijziging inhoudende 1%-regeling gecombineerd met certificering	in kort geding betwisting door Westertoren geldigheid uitgifte Westertoren verliest, Hof(OK) onderzoek naar emissie Pres Rb Amsterdam 12 juli 1973 Hof Amsterdam 15 nov.1973 NJ 1975,8 (B W), Hof Amsterdam(OK) 27 maart 1974 TVVS1975,169, HR 19 maart 1975, NJ 1976, 267(B W) FD 13 juli 1973	statutenwijziging aangenomen met stemmen van nieuw uitgegeven aandelen	(zie ook 16) emissie geldig i v m samenwerkingsovereenkomst HVA en Socfin Akte van statutenwijziging gepasseerd 1979, opnieuw machtstrijd nu van binnenuit Socfin en Melchemie Holland B V willen extra commissaris-plaatsen Melchemie doet openbaar bod en doet dit bod gestand
uitgifte gewone aandelen aan Amsterdam-Rotterdam Bank N V , voorstel statutenwijziging, inhoudende verhoging maatschappelijk kapitaal, mogelijkheid uitgifte preferente aandelen	FD 8 nov 1972,17 okt 1973	terugkoopbepaling, statutenwijziging aangenomen met stemmen van de nieuw uitgegeven aandelen	1973, minnelijke regeling Inkoop van aan Amro uitgegeven aandelen

No./ bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
19 N.V. Koninklijke 1973 Delftsch Aardewerk- fabriek "De Porce- leyne Fles Anno 1653" voorheen Joost Thooft en Labouchere, gevestigd te Delft	onbekende koper		- structuurvennootschap; - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava; - uitgiftebevoegdheid: be- stuur, goedkeuring rvc; - statutenwijziging en ont- binding: op voorstel be- stuur en rvc	
20 Nierstrasz N.V. 1973 gevestigd te Amsterdam	onbekende groot- aandeelhouder		- prioriteit; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc; - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen; - ontslag bestuurders en commissarissen: versterkte meerderheid en quorum ten- zij op voorstel prioriteit - statutenwijziging en ontbinding: voorstel prio- riteit, versterkte meer- derheid en quorum	
21 N.V. Centrale 1973 Suiker Maatschappij (CSM) gevestigd te Amsterdam	Coöperatieve Vere- niging "Suiker Unie" u.a. (SU) en N.V. Koninklijke Scholten-Honig (Scholten-Honig)	openbaar bod met unieke voorwaarden i.v.m. mogelijke toepasselijkheid EG bepalingen	- structuurvennootschap; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc; - statutenwijziging en ontbinding: op voorstel van het bestuur, goedkeu- ring rvc, volstreekte meer- derheid, op voorstel rvc, versterkte meerderheid en quorum; - buitenstatutair: nrc's	heeft ernstige bezwaren

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
bijeenroeping van een avo voor het verkrijgen van goedkeuring voor het uitgeven van alle niet geplaatste preferente aandelen, converteerbare lening als beschermingsmiddel	FD 16 jan 1973	uitgifte van de helft van het totaal aantal preferente aandelen, waartoe het bestuur bevoegd was, was kennelijk niet voldoende	niet overvallen en geen onvriendelijke overname (zie ook nr 36 en 43)
voorstel statutenwijziging, inhoudende invoering preferente aandelen	FD 20 maart, 19 juni 1973	voorstel statutenwijziging wordt ingetrokken onder de mededeling dat men in een vergevorderd stadium is een onderneming over te nemen Uitgifte aandelen tegen inbreng van een onderneming	nieuwe groot-aandeelhouder zet oppositie goeddeels buiten spel
uitgifte gewone aandelen door Gist-Brocades N V (Gist-Brocades), Meneba N V (Meneba) en CSM aan elkaar Statutenwijziging inhoudende uitgifte aandelen mogelijk zonder opdracht avo	in kort geding betwisting door SU geldigheid uitgifte SU verliest Pres Rb Amsterdam 14 aug 1973, gepubliceerd in Rechtspersonen, Fusie van ondernemingen, Bijlage 2A FD 30 mei, 1 sept 1973 en 1 april 1974	Scholten-Honig doet hoger bod hetgeen niet slaagt Statutenwijziging aangenomen met stemmen van de nieuw uitgegeven aandelen	fusie Gist-Brocades Meneba en CSM gaat niet door Uitgiften worden ongedaan gemaakt Openbaar bod SU mislukt (zie ook nr 40)

No. / bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
22 KNSM Group N.V. 1973 (KNSM) gevestigd te Amsterdam	Jessel Europa N.V. (Jessel) gevestigd te Amsterdam	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- structuurvennootschap; - prioriteits aandelen; - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 100% van de gewone aan- delen goedkeuring ava; - uitgiftebevoegdheid: be- stuur onder goedkeuring rvc; - statutenwijziging en ontbinding: op voorstel bestuur onder goedkeu- ring prioriteit en rvc	
23 Delta-Lloyd Verze- 1973 keringsgroep N.V. (Delta-Lloyd) gevestigd te Amsterdam	Nationale-Neder- landen N.V. (NN), ge- vestigd te Delft	openbaar bod	- structuurvennootschap; - continuïteits/belang sub-doeleinden; - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aan- delen goedkeuring ava; - uitgiftebevoegdheid: be- stuur, goedkeuring rvc; - 1%-regeling, gecombineerd met certificering; - statutenwijziging en ontbinding: op voorstel van de verenigde vergadering van bestuur en rvc	Delta-Lloyd heeft voorkeur voor Com- mercial Union In- surance Company Ltd. (CU)

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte preferente aandelen aan Amstinnij B V (joint- venture van KNSM en Amster- damsche Droogdok Mij N V), statutenwijziging inhoudende 1%-regeling gecombineerd met een certificering	in kort geding betwisting door Jessel geldigheid uitgifte Pres Rb Amster- dam 18 maart 1974, gepu- bliceerd in Rechtsperso- nen, Fusie van ondernemin- gen, Bijlage 28 Jessel verliest en gaat naar ge- wone rechter Bezwaar- schrift bij MvJ tegen af- geven verklaring van geen bezwaar Verklaring van geen bezwaar afgegeven Akte van statutenwijzi- ging gepasseerd Jessel stelt Arob-procedure in FD 18, 19 maart, 8 okt 1974	Jessel richt 100 stich- tingen op in het zicht van de statutenwijzi- ging (1%-regeling) Statutenwijziging aan- genomen met stemmen van de nieuw uitgegeven preferente aandelen	aandelenpakket KNSM van Jessel wordt door KNSM ingekocht Lopen- de Arob-procedure in- getrokken
uitgifte gewone aandelen (in de vorm van certificaten) aan CU, verhoging aandelen- bezit CU van 1% naar 20%	FD 31 juli, 7,15,17 en 21 aug 1973	van de zijde van CU be- stond bezwaar tegen uit- gifte van preferente aandelen (ongeoorloofd in Engeland) Door Delta Lloyd wordt uitgifte van gewone aandelen ju- ridisch sterker geacht dan uitgifte van prefe- rente aandelen	NN acht het gelet op de uitgifte van aande- len (certificaten) aan CU niet zinvol het bod te handhaven

No / bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
24 N V AMEV 1973 gevestigd te Utrecht	preventief		<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap, - continuïteits/belang sub-doelinden, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings-aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, - statutenwijziging en ontbinding versterkte meerderheid en quorum, tenzij voorstel is uitgegaan van bestuur of prioriteit 	wil niet in een dwangpositie komen
25 Ennia N V 1973 gevestigd te s-Gravenhage			<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap, - preferente beschermings-aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, - reservering rvc op voorstel bestuur, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel bestuur, goedkeuring rvc, quorum 	wil de handen vrijhouden indien er zich eventueel iemand meldt voor fusiebesprekingen
26 Amfas Groep N V 1973 (Amfas) gevestigd te Rotterdam			<ul style="list-style-type: none"> - prioriteitsaandeel, - preferente beschermings-aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, - bindende voordracht benoeming bestuurders en commissarissen, - reservering rvc op voorstel bestuur na advies van raad van toezicht, - statutenwijziging en ontbinding quorum en versterkte meerderheid 	wil in vrijheid beslissingen kunnen nemen

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte preferente aandelen aan Münchener Rückversicherungsgesellschaft, statutenwijziging inhoudende verhoging maatschappelijk kapitaal, zowel van de gewone als de preferente aandelen	FD 4/6, 11/13 en 29 aug 1973		niet overvallen en geen onvriendelijke overname (zie ook nr 49)
uitgifte preferente aandelen aan Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft	FD 15 aug 1973		niet overvallen en geen onvriendelijke overname (zie ook nr 37)
uitgifte preferente aandelen aan Phs van Ommeren N V (Van Ommeren)	FD 25/27 aug 1973 en 12 nov 1982	Amfas is bereid mede te werken aan beveiligingsmaatregelen voor Van Ommeren	wederkerigheid - zie nr 29,1982 aandeelhoudersband met Van Ommeren verbroken 1983 preferente aandelen in bezit van Nationale Nederlanden N V

No / bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
27 N V Deli-Maat- 1973 schappij, gevestigd te Amsterdam			- cumulatief preferente winstdelende aandelen, uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - aandelen op naam, NRC's, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, stemrecht beperkt tot 60 stemmen per aandeelhouder, - reservering bestuur, goedkeuring rvc, statutenwijziging en ont- binding op voortel be- stuur en rvc, versterkte meerderheid	
28 N V Kemo 1973 gevestigd te Amsterdam	(Sears Holding) onbekende koper gevestigd te Engeland	(openbaar bod) geleidelijke aan- kopen ter beurze	- prioriteitsaandelen, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding goedkeuring prioriteit, versterkte meerderheid en quorum	heeft voorkeur voor Vroom & Drees- mann B V (V&D)
29 Phs van Ommeren 1974 N V (Van Ommeren) gevestigd te Rotterdam			- prioriteitsaandeel, - uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - aandelen op naam, NRC s, slechts Nederlanders kunnen aandeelhouder zijn, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en com- missarissen, - stemrecht beperkt tot een/ tiende van het geplaatste kapitaal, - reservering bestuur in overleg met rvc, - statutenwijziging en ont- binding op voorstel prio- riteit en versterkte meer- derheid en quorum	Amfas Groep N V (Amfas) is bereid mede te werken aan beveiligingsmaat- regelen voor Van Ommeren (zie nr 49)
30 N V Rubber Cultuur 1974 Maatschappij 'Am- sterdam' (RCMA) gevestigd te Amsterdam	Leutscher	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel van rvc, quorum	RCMA beveelt bod Catz Internatio- nal aan

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte cumulatief prefe- rente winstdelende aandelen aan twee bevriende groot- aandeelhouders	FD 4 okt.1973	motief: financiering, doch heeft volgens pers- berichten mede het ka- rakter van bescherming	
uitgifte gewone aandelen aan V&D	FD 4 dec.1973 en 29 jan. 1974	het FD constateert een nare bijsmaak voor aan- deelhouders	Sears heeft zich - na nog een hoger bod te hebben willen uitbren- gen - teruggetrokken
uitgifte gewone aandelen aan Amfas	FD 29 jan. 1974		wederkerigheid - zie nr.26; 1982, aandeel- houdersband met Amfas verbroken
Leutscher verijdelt bod Catz International; 1979 uitgifte beperkt cumulatief preferente aandelen aan Bank Mees & Hope N.V. (schuldomezetting), waar- door deze, na afstempe- ling, 50% aandeelhoudster wordt	FD 3,12,19,20,21/23,27 dec.1974, 28 febr., 13, 18,19 maart 1975, 13,22 dec.1979, 16 nov., 1,16, 31 dec.1982, 9 juni, 23 juli 1983	Leutscher meende dat het bestuur zou hebben toe- gezegd dat de uitgifte van aandelen zou worden voorgelegd aan aandeel- houders	1982 reverse take-over door Catz Internatio- nal, gefiatteerd door Bank Mees & Hope N.V.

no / bedreigde/overval- Jaar 1en/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
31 N V Koninklijke 1976 Distilleerderijen Erven Lucas Bols (Bols), gevestigd te Amsterdam	Heineken N V (Heineken) gevestigd te Amsterdam	voornemen open- baar bod	- structuurvennootschap, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - beschikken over reserves ava op voorstel bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel be- stuur, goedkeuring rvc, versterkte meerderheid	verzet zich met alle kracht
32 Ballast-Nedam Groep 1978 N V (Ballast-Nedam) gevestigd te Amsterdam	Antillian Holding N V (meerder- heidsaandeelhouder Ir P S Heerema) (Heerema) ge- vestigd te Curacao	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- structuurvennootschap, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aande- len goedkeuring ava, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel be- stuur, goedkeuring rvc, versterkte meerderheid	
33 Hollandsche Beton Groep N V gevestigd te Rijs- wijk (Zuid-Holland)	onbekende koper		- structuurvennootschap, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ontbinding goedkeuring prioriteit en rvc, ver- sterkte meerderheid	preventieve maat- regelen
34 Hollandsche Beton Groep N V gevestigd te Rijs- wijk (Zuid-Holland)			idem	

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
voorstel statutenwijziging, inhoudende 1%-regeling gecombineerd met certificering, invoering preferente aandelen; uitgifte gewone aandelen aan Stichting Distilleerderijen Erven Lucas Bols	FD 10/12, 27 april 1976, 29 april 1977	statutenwijziging aangenomen; stemmen van nieuw uitgegeven aandelen waren niet nodig, doch dit was waarschijnlijk niet te voorzien op tijdstip uitgifte; circulaire ABN	Heineken doet geen openbaar bod; teneinde aandeelhouder financieel tegemoet te komen koopt Bols een aantal aandelen in
uitgifte preferente aandelen aan stichting; gewone aandelen aan Minefa Holding B.V. (Minefa)	Rb verkorte termijn. Procedure bij Rb i.p.v. kort geding (betere afweging); procedure voor vonnis beëindigd FD 13 april, 25/27 nov. 1978, 13 nov. 1981 en 2 maart 1984		1981, Heerema verkoopt belang in Ballast-Nedam aan Minefa; 1984, Minefa doet bod op nog uitstaande aandelen
uitgifte preferente aandelen aan Stichting HBG	FD 18 april 1978		(zie ook nrs. 34 en 46)
na statutenwijziging dd. 12 mei 1978 uitgifte van preferente aandelen B aan Stichting HBG	FD 18 april 1978	procedure kwestie	(zie ook nr. 33) 1981, de preferente aandelen B worden ingetrokken onder gelijktijdige toekenning van een optie aan Stichting HBG tot het nemen van preferente aandelen (zie ook nr. 46)

No / bedre gde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
35 N V Tilburgsche 979 Waterleiding-Maat- schappij gevestigd te Tilburg	Lantana Beheer B V (meerderheids- aandeelhouder G H Lammere c s) (Lantana), ge- vestigd te Maasland	openbaar bod	- stemrechtbeperking, - statutenwijziging en ontbinding quorum	
36 N V Koninklijke 1981 Delftsch Aardewerk- fabriek De Porce- leyne Fles Anno 1653 voorheen Joost Thooft en Labouchere gevestigd te Delft			- structuurvennootschap, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ontbinding, op voorstel be- stuur en rvc	
37 Ennia N V 1982 gevestigd te s-Graverhage			- structuurvennootschap, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, reservering rvc op voorstel bestuur, - statutenwijziging en ont- binding op voorstel be- stuur goedkeuring rvc, quorum	band met admini- stratiekantoor voor gewone aande- len is losser ge- worden, hetgeen vergroting prefe- rent kapitaal ge- wenst maakt
38 Grand Hotel 1982 Krasnapolsky N V gevestigd te Amsterdam	Merlant N V (Merlant) gevestigd te Curacao	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aande- len goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring prio- riteit en rvc, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding goedkeuring prioriteit	vrees voor over- val of onvriende- lijke overname

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
voorstel statutenwijziging inhoudende invoering preferente aandelen en opheffing stemrecht- beperking	Pres Rb Breda 12 juni 1979 en 30 okt 1979, NJ 1981, 219 en 220 (Ma) bezwaarschrift van Lan- tana bij MvJ tegen af- geven van verklaring van geen bezwaar, verklaring van geen bezwaar ge- weigerd		Lantana Beheer c s verwerven controle verkoop aandelen aan gemeente Tilburg
uitgifte gewone aandelen aan Financieringsmaatschap- pij Industrieel Garantie- fonds 's-Gravenhage N V	FD 14/16 mei 1983		(zie ook nrs 19 en 43)
verhoging aantal geplaatste preferente aandelen door uitgifte van preferente aandelen aan Schweize- rische Rückversicherung (tot 50% van het ge- plaatste kapitaal)	FD 4 mei 1982		(zie ook nr 25)
uitgifte preferente aan- delen aan Stichting Kras statutenwijziging, inhouden- de invoering structuurbepa- lingen, bestuur onder goed- keuring van prioriteit en rvc tot 29-02-1988 bevoegd tot het uitgeven van aan- delen, met inbegrip van alle preferente aandelen	FD 12,19 mei 1982 en 13 sept 1983	statutenwijziging aan- genomen met stemmen van nieuw uitgegeven aan- delen	Merlant verkoopt haar pakket aandelen uit- gifte preferente aan- delen zou ongedaan worden gemaakt

No / bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvalleur/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
39 N V Beleggingsmaat- 1982 schappij Wereldhave gevestigd te Amsterdam	Stichting Pensioenfonds voor de Gezondheid, Geestelijke en maatschappelijke Belangen (PGGM)	eerste poging	- prioriteitsaandelen - preferente beschermingsaandelen, - uitgiftebevoegdheid prioriteit, - bindende voordracht benoeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel prioriteit	
40 N V Centrale 1983 Suiker Maatschappij (CSM) gevestigd te Amsterdam	Coöperatieve Vereniging Suiker Unie u a (SU)			
41 Furness N V 1983 gevestigd te Rotterdam	Network Holding B V (Network) gevestigd te Rotterdam	geleidelijke aankopen ter beurze	- structuurvennootschap - preferente beschermingsaandelen	wil zich beschermen tegen overval of onvriendelijke overname
42 Reesink N V 1983 gevestigd te Zutphen	Oliver Beheer B V gevestigd te Arnhem	voornemen openbaar bod	- structuurvennootschap, - 4,5% cumulatief preferente aandelen, blokkade-regeling, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, - statutenwijziging en ontbinding, op voorstel bestuur, goedkeuring rvc, versterkte meerderheid en quorum	

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
	FD 24 sept ,6/8 nov 1982		(zie ook nr 44)
voorstel statutenwijziging, inhoudende aanwijzing di- rectie CSM als het orgaan om bij uitgifte van aandelen het voorkeursrecht te kunnen uitsluiten of be- perken	Rb (verkorte termijn) SU vordert nietigverklaring besluit van het bestuur van het administratie- kantoor om voor de statu- tenwijziging te stemmen FD 16/18 april 1983		(zie ook nr 21) belang SU in CSM wordt via banken herplaatst Einde 10 jaar strijd
uitgifte preferente aandelen aan Stichting Bescherming Continuïteit Furness Statutenwijziging inhouden- de 1%-regeling gecombineerd met certificering en beper- king uitkering reserves	FD 22,28 febr 1983		Network doet geen bod
er waren reeds 4,5% cumula- tief preferente aandelen uitgegeven aan Nationale- Nederlanden N V (NN) (be- vriende relatie)	FD 19 april, 25 mei 1983		Olivar brengt geen bod uit NN is houdster van 4 5% cumulatief preferente aandelen en is gelet op de ge- maakte afspraken niet bereid te onderhandelen

No / bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
43 N V Koninklijke 1983 Delftsch Aardewerk- fabriek "De Porce- leyne Fles Anno 1653" voorheen Joost Thooft en Labouchere gevestigd te Delft			- structuurvennootschap, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel bestuur en rvc	
44 N V Beleggingsmaat- 1983 schappij Wereldhave (Wereldhave) gevestigd te Amsterdam	Stichting Pensio- nenfonds voor de Gezondheid Gees- telijke en Maat- schappelijke Be- langen (PGGM) en N V Pensioenver- zekeringsmaat- schappij DSM (PVM) gevestigd te resp Utrecht en Heerlen	tweede poging, openbaar bod	- prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, - uitgiftebevoegdheid prioriteit, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding op voorstel prioriteit	bod afgewezen
45 Assurantieconcern 1985 Stad Rotterdam anno 1720 N V gevestigd te Rotterdam			- structuurvennootschap, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, - uitgiftebevoegdheid prioriteit tot 1-6-1989, - 1%-regeling, gecombi- neerd met certificering statutenwijziging en ontbinding op voorstel prioriteit	versterking be- scherming i v m overval geruchten
46 Hollandsche Beton 1985 Groep N V (HBG) gevestigd te Rijs- wijk (Zuid-Holland)	onbekende koper	geleidelijke aan- kopen ter beurze	- structuurvennootschap, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava, - uitgiftebevoegdheid bestuur, goedkeuring rvc, - statutenwijziging en ontbinding goedkeuring prioriteit en rvc, ver- sterkte meerderheid	HBG onbekend met kopers van aande- len, hoge beurs- omzetten

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte preferente aandelen aan Financieringsmaatschappij Industrieel Garantiefonds 's-Gravenhage N V	FD 14/16 mei 1983		(zie ook nrs 19 en 36) niet overvallen en geen onvriendelijke overname
(fusievoorstel Bogami gaat niet door), uitgifte preferente aandelen aan Stichting preferente aandelen Wereldhave, gewone aandelen aan institutionele beleggers en een hypotheekbank, (bod Wereldhave op BBVG gaat niet door)	in kort geding betwisten PGGM/PVM geldigheid uitgifte gewone en preferente aandelen, PGGM/PVM verliezen, Pres Rb 's-Gravenhage, 6 sept 1983, KG 1983,307, Rb 's-Gravenhage, 19 okt 1984, WPNR 5748, 520, FD 23/25 juli, 6/8, 27/29, 30 aug, 7 sept, 1/3 okt 1983, 9 mei 1984	heruitgifte preferente aandelen i v m wettelijke bepalingen en Fondsenreglement	(zie ook nr 39) PGGM/PVM zien af van bod, PGGM heeft belang van 40% in Wereldhave
uitgifte preferente aandelen aan Munchener Ruckversicherung	FD 14 mei 1985, NRC 1 juli 1987		niet overvallen en geen onvriendelijke overname In 1987 werd overwogen de preferente aandelen in te trekken
uitgifte preferente aandelen aan Stichting HBG	FD 25 mei, 19 juni 1985		(zie ook nrs 33 en 34) niet overvallen en geen onvriendelijke overname

no / bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
47 Koppelpoort Holding 1985 N V gevestigd te Amsterdam		geleidelijke aan- kopen ter beurze	<ul style="list-style-type: none"> - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, - bindende voordracht be- noeming bestuurders en commissarissen, - statutenwijziging en ontbinding, op voorstel be- stuur en rvc, goedkeuring prioriteit, versterkte meerderheid 	vrees voor over- val of onvriende- lijke overname we- gens hoge beursom- zetten
48 Tapijtfabriek H 1985 Desseaux N V gevestigd te Oss	Deutsche Linoleum Werke	geleidelijke aan- kopen ter beurze	<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, - statutenwijziging en ontbinding, op voorstel prioriteit 	
49 N V AMEV 1985 gevestigd te Utrecht			<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap, - continuïteits/belang sub-doelinden, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- aandelen, - uitgiftebevoegdheid be- stuur, goedkeuring rvc, - 1%-regeling gecombineerd met certificering, - statutenwijziging en ont- binding op voorstel priori- teit, ontbinding versterkte meerderheid en quorum 	als tegenwicht te- gen uitgifte van gewone aandelen
50 Koninklijke Lucht- vaart Maatschappij N V (KLM) gevestigd te Amstelveen			<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap, - prioriteitsaandelen, - preferente beschermings- en financieringsaan- delen, - uitgiftebevoegdheid bestuur onder goedkeuring prioriteit en rvc tot 17-9-1989, - statutenwijziging en ontbinding, goedkeuring prioriteit, versterkte meerderheid en quorum 	

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte preferente aandelen aan stichting	FD 11 juni 1985		niet overvallen en geen onvriendelijke overname
uitgifte preferente aandelen aan Stichting Continuïteit Desseaux	DLW betwist bij Rb. (geen kort geding) de rechtsgeldigheid van de uitgifte van de preferente aandelen FD 14 juni 1985		partijen bereiken overeenstemming waarbij Desseaux haar zelfstandigheid behoudt en de lopende procedure wordt geroyeerd
verhoging aantal reeds geplaatste preferente aandelen door uitgifte van preferente aandelen aan Münchener Rückversicherungsgesellschaft	FD 30 aug. 1985		(zie ook nr. 24) niet overvallen en geen onvriendelijke overname
optieverlening aan de Staat der Nederlanden tot het nemen van preferente aandelen; privaatrechtelijke overeenkomst tussen de Staat der Nederlanden en KLM	FD 7 febr., 14, 18 en 23 maart 1983	motief voor optieverlening: om het karakter van 'national carrier' van KLM te behouden, doch kan mede dienen als bescherming	

No. / bedreigde/overval- Jaar len/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
51 Verenigde Machine- 1986 fabrieken Stork N.V., gevestigd te Amsterdam			<ul style="list-style-type: none"> - continuïteits/belang sub-doeleinden; - prioriteitsaandeel; - preferente beschermings-aandelen, voor uitgifte > 50% van de gewone aandelen goedkeuring ava; - structuurregeling; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc en prioriteit; - bestuur: Nederlanders; rvc meer dan helft Nederlanders; - statutenwijziging en ontbinding op voorstel van bestuur, goedkeuring rvc en prioriteit, versterkte meerderheid en quorum 	
52 N.V. Hoidoh-Hout- 1986 unie, gevestigd te Coevorden			<ul style="list-style-type: none"> - preferente beschermings-aandelen; - bindende voordracht benoeming bestuurders en commissarissen; - beschikken over reserves op voorstel rvc; - statutenwijziging en ontbinding: op voorstel rvc 	vrees voor overval of onvriendelijke overname wegens hoge beursomzetten
53 Nagron Nationaal 1986 Grondbezit N.V. gevestigd te 's-Gravenhage		geleidelijke aankopen ter beurze	<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap; - preferente beschermings-aandelen; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc tot 1-5-1989; - opheffing van reserves: op voorstel bestuur, goedkeuring rvc; - statutenwijziging en ontbinding: versterkte meerderheid 	vrees voor overval of onvriendelijke overname wegens hoge beursomzetten

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
optieverlening aan de Stichting Stork tot het nemen van preferente aan- delen	FD 6 mei 1986	tot een aantal gelijk aan de helft min een van de thans (6 mei 1986) geplaatste gewone aandelen	(zie ook nr 9)
uitgifte preferente aan- delen aan de Stichting Holdoh-Houtunie Prefs	Beursplein 5, nr. 21, 14 nov 1986		niet overvallen en geen onvriendelijke overname
oprichting Stichting Continuïteit Nagron	FD 17/19 jan 1987		niet overvallen en geen onvriendelijke overname

No./ bedreigde/overval- Jaar ten/over te nemen vennootschap	belanghebbende/ overvaller/ overnemer	gebruikte methode	belangrijkste op het betreffende moment aanwezige statutaire bescherming	houding bestuur
54 Sanders Behang N.V. 1986 gevestigd te Rotterdam			<ul style="list-style-type: none"> - structuurvennootschap; - preferente beschermings- aandelen; - uitgiftebevoegdheid: bestuur, goedkeuring rvc tot 1-10-1989; - beschikken over reserves: op voorstel bestuur, goed- keuring rvc; - statutenwijziging en ontbinding: op voorstel bestuur, goedkeuring rvc, versterkte meerder- heid en quorum 	
55 Kluwer N.V. 1987 gevestigd te Deventer	Elsevier N.V. gevestigd te Amsterdam	openbaar bod	<ul style="list-style-type: none"> - prioriteitsaandelen; - preferente beschermings- aandelen; - structuurregeling; - uitgiftebevoegdheid: be- stuur, goedkeuring rvc en prioriteit tot 6-9-1988; - reservering: rvc; - beschikking over reserves: op voorstel bestuur, goed- keuring rvc; - statutenwijziging en ont- binding: voorstel bestuur, goedkeuring rvc, versterkte meerderheid en quorum 	<p>bod afgewezen door Kluwer o.a. wegens verschillen tussen beide vennoot- schappen. Voorkeur voor fusie met Wolters Samsom Groep N.V. (WS).</p> <p>In overleg met Kluwer doet WS openbaar bod</p>

genomen maatregelen	gerechtelijke procedure/MvJ/ vindplaatsen	bijzonderheden	uiteindelijk resultaat
uitgifte preferente aandelen aan de Stichting Beheer Preferente Aandelen Sanders Behang	FD 15/17 maart 1986		niet overvallen en geen onvriendelijke overname
uitgifte preferente aandelen aan Stichting tot Behartiging van de Belangen van Kluwer N.V. en WS. 'Crown jewel' Kluwer Groep Rechtswetenschappen B.V.	FD 4, 5 juni, NRC 9 juni FD 10, 16 juni, 10, 11, 15 juli, 1/3 aug. 1987		'Crown-jewel'-constructie ingetrokken onder dwang beurs; openbaar bod WS geslaagd

De schrijver van dit proefschrift werd geboren op 7 juli 1941 te Delft. Na de middelbare school (2e VCL) te 's-Gravenhage vervulde hij van 1960-1962 zijn militaire dienstplicht als reserve-officier bij de Koninklijke Luchtmacht. In 1967 deed hij de doctoraal examens notariële studierichting en Nederlands recht, respectievelijk aan de Rijksuniversiteit te Leiden en de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Vanaf november 1967 is hij - met onderbreking van een jaar (1972-1973), waarin hij werkte op het 'solicitors' kantoor Coward Chance te Londen - werkzaam als advocaat en vanaf 1971 ook als candidaat-notaris bij Nauta Lambert Schadee, later Nauta Lambert Blussé, thans Nauta Van Haersolte, advocaten en notarissen. Tot de maatschap trad hij toe op 1 januari 1976. Op 9 maart 1977 werd hij tot notaris benoemd. Zijn werkterrein als notaris en advocaat ligt hoofdzakelijk op het gebied van het ondernemingsrecht.

Daarnaast is hij rechter-plaatsvervanger in de arrondissementsrechtbank te Dordrecht (1976) en raadsheer-plaatsvervanger in het gerechtshof te 's-Gravenhage (1986). Hij vervult enige commissariaten en is bestuurslid van een aantal instellingen op sociaal en medisch gebied, waaronder de Stichting Bevordering van Volkskracht en de Vereniging Sophia Kinderziekenhuis en Zuigelingenkliniek, beide te Rotterdam.

Hij is gehuwd met Marja Schotanus, arts, en heeft twee kinderen: Robin (16) en Susan (13).

Omslagillustratie

Op de grote foto het gebouw van de Rotterdamse beurs zoals dit in de negentiende eeuw aan het Beursplein te Rotterdam stond. Dit gedeelte is thans Blaak genaamd. In dit gebouw werd tot de tweede wereldoorlog mede in effecten gehandeld.

De inzet op de omslag toont het gebouw van de Amsterdamse beurs in de negentiende eeuw dat zich tussen Dam en Damrak bevond. Hier vond tot het begin van deze eeuw de effectenhandel plaats.

STELLINGEN

1. De consumenten beschermende bepalingen, voorzien in de artikelen 6.5.2A.3. en 4. van het Nieuw Burgerlijk Wetboek, zullen meer effect hebben op commerciële transacties dan op consumenten transacties.
2. Uit een oogpunt van bescherming van de belangen van schuldeisers zou lid 1 van artikel 516 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering, zoals dit is vastgesteld bij de Invoeringswet Boeken 3-6 Nieuw B.W. (eerste gedeelte), beter hebben kunnen luiden:
' Geen verkoop zal kunnen plaatsvinden dan na verloop van dertig dagen, nadat zij volgens plaatselijk gebruik en voorts in overeenstemming met de aard en de omvang van het onroerend goed bekend is gemaakt.'
3. Een bepaling met betrekking tot de erfrechtelijke bescherming van de langstlevende echtgenoot vereist een hogere prioriteit dan de totstandkoming van welke andere bepaling van het Nieuw Burgerlijk Wetboek dan ook.
4. De kapitaalbeschermingsbepalingen - en de bepalingen betreffende de Nachgründung in het bijzonder - tonen aan dat de wetgever meer oog heeft voor het beschermen van crediteursbelangen dan voor rechtszekerheid.
5. De bestuurder van een NV/BV behoeft in het Nederlandse arbeidsrecht geen verdere wettelijke beschermingsconstructie tegen opzegging van zijn dienstbetrekking dan artikel 1639 s van het Burgerlijk Wetboek.
6. Naar komend recht kan de regeling in het zeegoederenvervoersrecht ten aanzien van de bescherming van hulppersonen, die bij de uitvoering van een contract worden ingeschakeld, als voorbeeld dienen voor regelingen van de bescherming van genoemde hulppersonen op andere terreinen van het civiele recht.
7. De bepaling omtrent de netto-vermogenswaarde van artikel 389 lid 1 van de Wet van 10 november 1988, houdende bijzondere bepalingen voor de geconsolideerde jaarrekening, houdt niet voldoende rekening met beschermingsmiddelen, zoals bijvoorbeeld preferente beschemingsaandelen en beperkt royeerbare certificaten.
8. De bescherming van de belangen van bepaalde groepen van aandeelhouders in de vorm van zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen van een bepaalde soort, zoals het recht tot het opmaken van een bindende voordracht voor de benoeming van bestuurders en commissarissen, kan fiscaal worden afgestraft door de voorgenomen wijziging van het regime voor winst uit aanmerkelijk belang (Wetsvoorstel wijziging van de inkomstenbelasting (beperkte reparatie van het regime inzake de winst uit aanmerkelijk belang), Tweede Kamer, vergaderjaar 1988-1989, nr. 21033).

9. De per 1 januari 1987 ingevoerde bescherming van dienstmerken kan ten onrechte tot gevolg hebben dat fabrikanten van duurzame waren, zoals auto's, naaimachines of huishoudelijke apparaten, op grond van merkrecht kunnen beletten dat derden voor die produkten onderhouds- of reparatiewerkzaamheden aanbieden onder vermelding van het merk.
10. De huidige jurisprudentie van de Hoge Raad geeft er aanleiding toe dat een overheidslichaam in toenemende mate bescherming verdient voor de gevolgen van een onrechtmatig geoordeelde beschikking, genomen door een onder dat lichaam ressorterend ambt, naargelang de (verwijtbare) schuld van dat ambt van het overheidslichaam aan het totstandkomen van die beschikking geringer is.
11. Ter (verdere) bescherming van het vrije gebruik van de zich binnen de invloedssfeer van de Verenigde Staten van Amerika bevindende vermogensbestanddelen van Nederlandse rechtspersonen zou het aanbeveling verdienen voor Nederlandse rechtspersonen, naast de mogelijkheid van zetelverplaatsing in geval van oorlog, onmiddellijk oorlogsgevaar, revolutie of daarmee vergelijkbare buitengewone omstandigheden naar een ander deel van het Koninkrijk der Nederlanden krachtens de Rijkswet vrijwillige zetelverplaatsing van rechtspersonen, ook de mogelijkheid te creëren van zetelverplaatsing naar andere landen.
12. De bescherming van het toekomstige individu kan al voor zijn conceptie beginnen.
13. Nu de overnamekoorts in Engeland kennelijk zo hoog is opgelopen dat tegen Kerstmis 1988 'Santa plc' overweegt een 'hostile bid' uit te brengen op 'Eastern' wordt het hoog tijd dat men aldaar kennisneemt van de in ons land gebruikelijke beschermingsmiddelen en -constructies.
Financial Times, december 23, 1988.
14. De paradox van bescherming is dat hoe beter zij werkt des te minder men merkt.

Stellingen behorende bij het proefschrift van R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen.

